



LAPIN YLIOPISTO
UNIVERSITY OF LAPLAND

Konversiosaneeraus – Velkakonversion toteuttaminen yrityksen saneerauksesta annetun lain mukaan

Insolvenssioikeus
Maisteritutkielma

Mikael Sillanpää

Kevät 2026
Lapin yliopisto

Lapin yliopisto

Tiedekunta: Oikeustieteiden tiedekunta

Työn nimi: Konversiosaneeraus – Velkakonversion toteuttaminen yrityksen saneerauksesta annetun lain mukaan

Tekijä: Mikael Sillanpää

Koulutusohjelma: Oikeustiede, Insolvenssioikeus

Ohjaaja: Anssi Kärki

Työn laji: Maisteritutkielma

Sivumäärä: XVI + 73 sivua

Vuosi: 2026

Tiivistelmä:

Tutkielmassa tarkastellaan yrityksen saneerauksesta annettuun lakiin (YSL, 47/1993) 1.1.2026 voimaan tulleella lainsäädäntöuudistuksella käyttöön otettua konversiosaneerausta koskevaa sääntelyä. Konversiosaneerauksella tarkoitetaan sellaista saneerausmenettelyä, jossa velallisyhtiön saneerausvelkoja konvertoidaan yhtiön osakkeiksi eli toteutetaan velkakonversio (*debt-to-equity swap*). Uudistuksen keskeisenä tavoitteena on edistää velkakonversion käyttöä yrityssaneerauksessa mahdollistamalla konversion toteuttaminen ilman erillistä yhtiökokouksen päätöstä. Tutkielmassa analysoidaan lainopillisin metodein, miten velkakonversio toteutetaan uuden sääntelyn puitteissa ja miten sääntely suhteutuu osakeyhtiölain (OYL, 624/2006) säännöksiin. Lisäksi tutkielmassa arvioidaan keskeisiä sääntelyratkaisuja yhtiö- ja insolvenssioikeudellisesta näkökulmasta sekä perusoikeuksien ja EU-oikeuden valossa.

Tutkielmassa havaitaan, että konversiosaneerausta koskevan pakkovahvistamissäännösten soveltamisala on varsin kapea, sillä se kattaa Suomen pienyritysvaltaisen yritysrakenteen vuoksi ainoastaan noin 0,6 prosenttia kaikista suomalaisista yrityksistä. Ehdottoman etuoikeuden periaatteen ulottaminen velkojien ja osakkeenomistajien väliseen suhteeseen on johdonmukainen ratkaisu, joskin se saattaa nostaa kynnyksen saneeraukseen hakeutumiselle. Velkakonversion pysyvyys jälkikonkurssissa on puolestaan perusteltu sääntelyratkaisu velkakonversion yhtiöoikeudellisen luonteen takia. Julkisoikeudellisten velkojien asema jää sääntelyuudistuksen merkittävimmäksi ratkaisemattomaksi ongelmaksi.

De lege ferenda tutkielmassa esitetään, että ehdottoman etuoikeuden periaatteen soveltaminen tulisi rajata nimenomaisesti pakkovahvistamistilanteisiin, jolloin ratkaisusta KKO 2003:73 johdettu tulkintaongelma periaatteen soveltamisesta ryhmäenemmistöjen suostumuksella vahvistettavassa saneerausohjelmassa poistuisi. Lisäksi julkisoikeudellisten velkojien asema konversiosaneerauksessa edellyttää lainsäädäntötoimenpiteitä, joiden vaihtoehtoisina ratkaisumalleina voidaan harkita joko YSL:n täsmentämistä julkisoikeudellisia velkojia koskevien rajoitteiden huomioon ottamiseksi tai erillisen hallintomallin luomista konversiolla saatujen osakkeiden hallinnoimiseksi. Kokonaisuudessaan konversiosaneeraus on odotettu lisä saneerauskeinovalikoimaan, mutta sen tosiasiallinen vaikuttavuus riippuu siitä, miten sääntely käytännössä ohjaa velkakonversion käyttöä.

Avainsanat: lainoppi, yrityssaneeraus, velkakonversio, insolvenssioikeus, maksukyvyttömyys

Sisällys	
Lähteet	V
Lyhenteet	XV
Taulukot ja kaaviot	XVI
1 Johdanto	1
1.1 Johdatus aiheeseen	1
1.2 Kysymyksenasettelu ja rajaukset	3
1.3 Metodi, lähdeaineisto ja rakenne	4
2 Velkakonversio yrityssaneerauksen keinovalikoimassa	8
2.1 Yrityssaneeraus pääpiirteittäin	8
2.2 Velkajärjestelykeinot yrityksen saneerauksessa	11
2.3 Velkakonversio käsitteenä ja instrumenttina	12
2.3.1 Velkakonversion käsite	12
2.3.2 Velkakonversio ennen lakiuudistusta	14
3 Konversiosaneeraus	18
3.1 Lähtökohdat	18
3.1.1 Konversiosaneerauksen käsite	18
3.1.2 Suhde osakeyhtiölakiin	19
3.2 Saneerausohjelmaehdotuksen laatiminen	23
3.3 Saneerausohjelmaehdotuksen hyväksyminen ja vahvistaminen	26
3.3.1 Saneerausohjelman vahvistaminen pääpiirteittäin	26
3.3.2 Vahvistaminen yksimielisesti	30
3.3.3 Vahvistaminen ryhmäenemmistöjen suostumuksella	31
3.3.4 Esteet vahvistamiselle	35
3.3.5 Pakkovahvistaminen	38
3.3.6 Saneerausohjelman nopea vahvistaminen	41
3.4 Saneerausohjelman täytäntöönpano ja raukeaminen	44
3.5 Arvopaperimarkkinavaikutukset	46
4 Sääntelyn oikeudellinen arviointi ja kansainvälinen viitekehys	48

4.1	Konversiosaneeraus yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta	48
4.1.1	Pakkovahvistamisen kapea soveltamisala	48
4.1.2	Arvostuskysymykset	50
4.1.3	Korostunut johdon vastuu saneerauksen ajoittamisessa	53
4.2	Säätely insolvenssioikeudellisesta näkökulmasta	56
4.2.1	Ehdottoman etuoikeuden periaate pakkovahvistustilanteissa	56
4.2.2	Velkakonversion pysyvyys jälkikonkurssissa	61
4.2.3	Julkisoikeudellisten velkojien asema	63
4.3	Perustuslain 15 §:n mukainen omaisuudensuoja ja pakkovahvistaminen	65
4.4	Konversiosaneeraussäätely saneerausdirektiivin valossa	68
5	Lopuksi	71

Lähteet

Kirjallisuuslähteet

Aarnio 1971

Aarnio, Aulis: Oikeudellisen ajattelun perusteista. Suomalainen lakimiesyhdistys 1971.

Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2025

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I–II. Alma Talent 2025 (jatkuväpäivitteinen verkkojulkaisu). <https://verkkokirjahylly.almainsights.fi/teos/EAJBCXDTEB> (vaatii kirjautumisen) (2.2.2026).

Ballerini 2021

Ballerini, Giulia: The Priorities Dilemma in the EU Preventive Restructuring Directive: Absolute or Relative Priority Rule? *International Insolvency Review* 30, no. 1 (2021) s. 7–33. <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/intvcy30&id=9&collection=journals> (vaatii kirjautumisen) (12.3.2026).

Casey 2020

Casey, Anthony: Chapter 11's renegotiation framework and the purpose of corporate bankruptcy. *Columbia Law Review* no. 7 (2020) s. 1709-1770. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3353871 (7.4.2026).

De Moor – Daponte 2021

De Moor, Bart – Daponte, Angelique: Transposing the New EU Restructuring Directive into Belgian Law, Focusing on Debt-to-Equity Conversions. *Insolvency and Restructuring International* 15, no. 2 (2021) s. 34-38. <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/iri15&id=90> (vaatii kirjautumisen) (17.3.2026).

Engelberg – Hupli – Villa 2022

Engelberg, Matti – Hupli, Tuomas – Villa, Seppo: Velkakonversio. Alma Talent 2022.

Hannula – Kari – Mäki 2014

Hannula, Antti – Kari, Matti – Mäki, Tia: Osakeyhtiön hallitus ja johdon vastuu. Talentum 2014.

Hirvonen 2011

Hirvonen, Ari: Mitkä Metodit? Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17 2011.

Hirvonen 2012

Hirvonen, Ari: Oikeuden ja lainkäytön teoria. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 2012.

Horttanainen – Rasila – Virtanen 2026

Horttanainen, Anne – Rasila, Tommi – Virtanen, Olli: Hyvä hallitustyö. 10., uudistettu painos. Kauppakamari 2026.

Hupli 2004

Hupli, Tuomas: Täytäntöönpanointressi yrityssaneerauksessa. Suomalainen Lakimiesyhdistys 2004.

Kaisanlahti 2024

Kaisanlahti, Timo: Kirjanpitolaki: kommentaari. 5., uudistettu painos. Alma Talent 2024.

Knuts – Kanervo 2024

Knuts, Mårten – Kanervo, Joel: IV Arvopaperimarkkinoiden sääntely, teoksessa Villa, Seppo – Airaksinen, Manne – Alén, Anette – Bärlund, Johan – Jauhiainen, Jyrki – Kaisanlahti, Timo – Kanervo, Joel – Knuts, Mårten – Kuoppamäki, Petri – Kymäläinen, Seppo – Mansnérus, Juli – Mähönen, Jukka – Pihlajarinne, Taina – Rautio, Juha – Viitanen, Klaus: Yritysoikeus. Alma Talent (jatkuvapäivitteinen verkkajulkaisu). <https://verkkokirjahylly.almaights.fi/teos/BAXBXATJGGDC#kohta:YRITYSOIKEUS/piste:t1> (vaatii kirjautumisen) (8.3.2026).

Knüpfer – Puttonen 2024

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa: Moderni rahoitus. 10., uudistettu painos. Alma Talent Oy 2024.

Koskelo 1994

Koskelo, Pauliina: Yrityssaneeraus. Lakimiesliiton kustannus 1994.

Koulu 2017 a

Koulu, Risto: I Johdatus insolvenssioikeuteen, teoksessa Koulu, Risto – Niemi, Johanna – Lindfors, Heidi – Korkea-aho, Emilia – Havansi, Erkki: Insolvenssioikeus. Alma Talent 2017 (jatkuvapäivitteinen verkkojulkaisu). <https://verkkokirjahylly.almain-sights.fi/teos/FAGBGXCTDG#kohta:INSOLVENSSIOIKEUS/piste:tDdY> (vaatii kirjautumisen) (2.2.2026).

Koulu 2017 b

Koulu, Risto: IV Yrityssaneeraus, teoksessa Koulu, Risto – Niemi, Johanna – Lindfors, Heidi – Korkea-aho, Emilia – Havansi, Erkki: Insolvenssioikeus. Alma Talent 2017 (jatkuvapäivitteinen verkkojulkaisu). <https://verkkokirjahylly.almain-sights.fi/teos/FAGBGXCTDG#kohta:INSOLVENSSIOIKEUS/piste:tDdY> (vaatii kirjautumisen) (2.2.2026).

Koulu 2025

Koulu, Risto: Oma pääoma konkurssissa ja saneerauksessa. University of Helsinki Conflict Management Institutun julkaisuja 2025.

Koulu 1995

Koulu, Risto: Saneerausohjelman vahvistaminen. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja 1995.

Koulu 2007

Koulu, Risto: Uudistettu yritysaneeraus. WSOYpro 2007.

Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2024

Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. I-II. 9., uudistettu painos. Edita 2024.

Kärki 2020

Kärki, Anssi: Millaisia hyötyjä, vaikeuksia ja päällekkäisyyksiä wrongful trading -sääntelyn omaksuminen Suomessa aiheuttaisi? Edilex 2020.

Lautjärvi 2017

Lautjärvi, Kari: Yhtiön etu yhtiön johdon päätöksissä ja toimissa. Alma 2017.

Lehtimäki 2010

Lehtimäki, Mika: Vapaaehtoinen saneeraus, velan konversio omaksi pääomaksi ja velallisyrittäjän haltuunotto. Lakimies 6/2010 s. 999–1024.

Letto-Vanamo 2020

Letto-Vanamo, Pia: Johdatus oikeuteen ja oikeudelliseen ajatteluun. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 2020.

Leppiniemi – Lounasmeri 2023

Leppiniemi, Jarmo – Lounasmeri, Sari: Yritysrahoitus. Alma Talent 2023 (jatkuvapäivitteinen verkkojulkaisu). <https://verkkokirjahylly-almainsights-fi.ezproxy.ulapland.fi/teos/BAJBGXCTDG#kohta:YRITYSRAHOITUS> (vaatii kirjautumisen) (10.3.2026).

Linna 2025

Linna, Tuula: Prosessioikeuden oppikirja. Alma Insights 2025.

Lubben 2016

Lubben, Stephen: The Overstated Absolute Priority Rule. Fordham Journal of Corporate & Financial Law 2016, s. 581-606. <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1434&context=jcfl> (11.3.2026).

Länsineva 2002

Länsineva, Pekka: Perusoikeudet ja varallisuussuhteet. Suomalainen lakimiesyhdistys 2002.

Martikainen – Vaihekoski 2015

Martikainen, Minna – Vaihekoski, Mika: Yritysrahoituksen perusteet. Sanoma Pro 2015.

McCarthy 2020

McCarthy, Jonathan: A Class Apart: The Relevance of the EU Preventive Restructuring Directive for Small and Medium Enterprises. *European Business Law Organization Law Review* 21, no. 4, (2020), s. 895-914. <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/eunbuioiz21&id=895> (vaatii kirjautumisen) (17.3.2026)

Määttä – Paso 2022

Määttä, Tapio – Paso, Mirjami: Johdatus oikeudellisen ratkaisun teoriaan. 2., uudistettu painos. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 2022.

Määttä – Keinänen 2012

Määttä, Tapio – Keinänen, Anssi: 1 Näkökulmia oikeuteen ja oikeustieteeseen, teoksessa Määttä, Tapio (Toim.) – Tolvanen, Matti – Vääätänen, Ulla – Kolehmainen, Antti – Myrsky, Matti – Keinänen, Anssi: Oikeudellisen ajattelun perusteita. Itä-Suomen yliopisto, Oikeustieteiden laitos 2012.

Norros 2018

Norros, Olli: Velvoiteoikeus. 2., uudistettu painos. Alma Insights 2018.

Nyström 2016

Nyström, Patrik: Osakeyhtiön hallituksen fidusiaariset velvollisuudet. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja 2016.

Ojanen 2016

Ojanen, Tuomas: EU-oikeuden perusteita, 3., uudistettu painos. Edita Publishing Oy 2016.

Ovaska 1993

Ovaska, Risto: Yrityssaneeraus käsikirja. Yrityksen Tietokirjat Oy 1993.

Parkkonen – Knuts 2014

Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten: Arvopaperimarkkinalaki. 5., uudistettu painos. Talentum 2014.

Rautiainen ym. 2023

Rautiainen, Pauli – Kostiaainen, Aura – Kurki, Visa – Soininen, Niko – Määttä, Tapio: Oikeus ja sen tutkiminen. Kustannusosakeyhtiö Vastapaino 2023 (verkkójulkaisu). <https://www.ellibslibrary.com/reader/9789523971127> (vaatii kirjautumisen) (5.3.2026).

Rekola-Nieminen 2021

Rekola-Nieminen, Leena: Kirjanpitolaki käytännössä. 5., uudistettu painos. Edita Publishing Oy 2021.

Savolainen 2004

Savolainen, Markku: Yrityssaneeraus: oikeustaloustieteellinen näkökulma menettelyvalintaan. Joensuun yliopisto 2004.

Seppänen 2018

Seppänen, Harri: Käypä arvo käsitteenä ja käytännössä: yrityksen arvonmäärityksen näkökulma ja säädösten käyvän arvon käsite. Edilex 2018.

Stanghellini ym. 2018

Stanghellini, Lorenzo – Mokal, Riz – Paulus, Christoph – Tirado, Ignacio: Best Practices in European Restructuring. Wolters Kluwer 2018.

Timonen (toim.)

Timonen, Pekka (toim.) – Backman, Eero: KKO:n ratkaisut kommentein 1998–2022. Alma Talent (jatkuvapäivitteinen verkkójulkaisu). [https://verkkokirjahylly-almainsights-fi.ezproxy.ulapland.fi/teos/BAXBXATIEEDBAXB#kohta:KKO\(\(\(N\(\(20\)RATKAISUT\(\(20\)KOMMENTEIN\(\(20\)1998\(\(2013\)2022/piste:t6u](https://verkkokirjahylly-almainsights-fi.ezproxy.ulapland.fi/teos/BAXBXATIEEDBAXB#kohta:KKO(((N((20)RATKAISUT((20)KOMMENTEIN((20)1998((2013)2022/piste:t6u) (vaatii kirjautumisen) (12.3.2026).

Tolonen 1997

Tolonen, Hannu: Oikeus ja sen tulkinnat, teoksessa Häyhä, Juha (toim.) – Aarnio, Aulis – Eriksson, Lars – Jyränki, Antero – Kangas, Urpo – Kartio, Leena – Kekkonen, Juha – Klami, Hannu – Koskenniemi, Martti – Lappi-Seppälä, Tapio – Nousiainen, Kevät – Pöyhönen, Juha – Saarenpää, Ahti – Tolonen, Hannu – Tolonen, Juha – Tuori, Kaarlo – Wikström, Kauko – Wilhelmsson, Thomas: Minun metodini. Werner Söderström Lakitieto 1997.

Tähtinen – Peldán – Dammert 2018

Tähtinen, Jyrki – Peldán, Robert – Dammert, Joonas: Kansainvälinen selvitys velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyystilanteiden näkökulmasta. Valtioneuvoston kanslia 2018.

Vahtera 2011

Vahtera, Veikko: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton kustannus 2011.

Viljanen 2001

Viljanen, Veli-Pekka: Perusoikeuksien rajoitusedellytykset. Talentum 2001.

Internetlähteet

Konkurssiasiamiehen toimisto

Konkurssiasiamiehen toimisto, Yrityssaneerausmenettely. <https://www.konkurssi-asiames.fi/konkurssi-ja-yrityssaneeraus/yrityssaneerausmenettely/> (6.2.2026).

Selvittäjän saneerausohjelmaehdotus Stockmann Oyj Abp

Selvittäjän saneerausohjelmaehdotus Stockmann Oyj Abp 14.12.2020. <https://www.indexgroup.com/wp-content/uploads/sites/5/2023/06/Saneerausohjelmaehdotus-Stockmann-Oyj-Abp-14.12.2020-JULKINEN15204344.2.pdf> (3.2.2026).

Tilastokeskus

Tilastokeskus, Yritykset henkilöstön suuruusluokan mukaan vuonna 2024, Tilastokeskuksen yritysten rakenne- ja tilinpäätöstilasto. <https://stat.fi/fi/tilastot/tietoa-teemoitain/suomi-lukuina/yritykset> (10.3.2026).

Virallislähteet

HE 182/1992 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle yrityksen saneerausta koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 152/2006 vp

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja takaisin-saannista konkurssipesään annetun lain 23 §:n muuttamisesta.

HE 32/2012 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 238/2021 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja yksityishenkilön velkajärjestelystä annetun lain muuttamisesta sekä niihin liittyviksi laeiksi.

HE 251/2022 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain muuttamisesta ja siihen liittyviksi laeiksi.

HE 153/2025 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja arvopaperimarkkinalain 11 luvun 21 §:n muuttamisesta.

LaVM 17/2025 vp

Lakivaliokunnan mietintö hallituksen esityksestä eduskunnalle laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja arvopaperimarkkinalain 11 luvun 21 §:n muuttamisesta.

Työryhmän mietintö

Oikeusministeriö. Velkakonversio yrityssaneerauksessa, Työryhmän mietintö. Oikeusministeriön julkaisuja, Mietintöjä ja lausuntoja 2025:16. Helsinki 2025. (Työryhmän mietintö)

Lausunnot

Engelberg

Engelberg, Matti. Lausunto velkakonversiotyöryhmän mietinnöstä. 9.5.2025.

Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry

Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry. EK kannattaa esitystä yrityssaneerauslain ja AML:n muuttamiseksi velkakonversion mahdollistamiseksi. Lausunto eduskunnan lakivaliokunnalle. 5.11.2025.

Finanssiala ry

Finanssiala ry. FA kannattaa ehdotusta velkakonversiosta koskevaksi lainsäädännöksi. Lausunto eduskunnan lakivaliokunnalle. 7.11.2025.

Finnvera Oyj

Finnvera Oyj. Lausunto velkakonversiotyöryhmän mietinnöstä. 8.5.2025.

HHO/5501/2025

Helsingin hovioikeuden lausunto asiassa HE 153/2025 vp.

Hupli

Hupli, Tuomas. Eräitä huomioita konversiosaneerauksesta. Lausunto eduskunnan lakivaliokunnalle. Turku 11.11.2025.

KAM/63/2025

Konkurssiasiamiehen toimisto. Asiantuntijalausunto eduskunnan lakivaliokunnalle.

Keskuskauppakamari

Keskuskauppakamari. Keskuskauppakamarin lausunto hallituksen esityksestä laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja arvopaperimarkkinalain 11 luvun 21 §:n muuttamisesta. Helsinki 5.11.2025.

Linna

Linna, Tuula. Lausunto eduskunnan lakivaliokunnalle. 7.11.2025.

Oikeusministeriö

Oikeusministeriö. Lausunto hallituksen esityksestä laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja arvopaperimarkkinalain 11 luvun 21 §:n muuttamisesta. Helsinki 5.11.2025.

Suomen Asianajajat

Suomen Asianajajat. Lausunto hallituksen esityksestä HE 153/2025 vp eduskunnalle laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja arvopaperimarkkinalain 11 luvun 21 §:n muuttamisesta. Helsinki 7.11.2025.

Suomen Yrittäjät

Suomen Yrittäjät. HE 153/2025 vp Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja arvopaperimarkkinalain 11 luvun 21 §:n muuttamisesta. Lausunto eduskunnan lakivaliokunnalle 7.11.2025.

Valtiovarainministeriö

Valtiovarainministeriö. HE 153/2025 vp laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja arvopaperimarkkinalain 11 luvun 21 §:n muuttamisesta. 7.11.2025.

Verohallinto

Verohallinto. Lausunto hallituksen esityksestä laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja arvopaperimarkkinalain 11 luvun 21 §:n muuttamisesta. Helsinki 6.11.2025.

Oikeustapaukset

KKO 2003:73

KKO 1996:91

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
APR	Absolute Priority Rule
Arvopaperikeskusasetus	Euroopan parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) N:o 909/2014
EIS	Euroopan ihmisoikeussopimus (SopS 18/1990)
EU	Euroopan unioni
HE	Hallituksen esitys
KKO	Korkein oikeus
KPL	Kirjanpitolaki (1336/1997)
OK	Oikeudenkäymiskaari (4/1734)
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
PL	Suomen perustuslaki (731/1999)
RPR	Relative Priority Rule
Saneerausdirektiivi	Euroopan parlamentin ja Neuvoston direktiivi (EU) 2019/1023
VeroTpL	Laki verojen ja maksujen täytäntöönpanosta (706/2007)
MJL	Laki velkojien maksunsaantijärjestyksestä (1578/1992)
YSL	Laki yrityksen saneerauksesta (47/1993, muutoksineen)

Taulukot ja kaaviot

Kaavio 1. Saneerausmenettelyn kulku pääpiirteittäin.

Kaavio 2. Velkakonversion vaikutus yhtiön pääomarakenteeseen ja omistukseen.

1 Johdanto

1.1 Johdatus aiheeseen

Yrityssaneerauksesta säädetään laissa yrityksen saneerauksesta (YSL, 47/1993). Se on lakisääteinen järjestely, jonka tavoitteena on tervehdyttää taloudellisiin vaikeuksiin joutuneen, mutta elinkelpoisen yrityksen toiminta.¹ Oikeuspoliittisesta näkökulmasta tällaiset elinkelpoiset yritykset pyritään ohjaamaan yrityssaneeraukseen, kun taas sellaiset maksuvaikeuksiin joutuneet yritykset, joiden taloudellisten ongelmien nähdään olevan niin syviä, ettei yrityksestä enää saada elinkelpoista tervehdyttämällä, ohjataan konkurssiin.² Yrityssaneeraus perustuu yhtäältä velkojien autonomiaan velkojien päättäessä saneerausohjelman hyväksymisestä (YSL 51–54 §) ja toisaalta *debtor in possession* -periaatteeseen, jonka nojalla velallinen säilyttää oikeuden vallita varallisuuttaan (YSL 29 §).³

Suomalaisessa oikeusjärjestelmässä ei ole lain tasolla määritelty velkakonversion (*debt-to-equity swap*) käsitettä.⁴ Kansainvälisessä oikeuskirjallisuudessa velkakonversio on määritelty uudelleenjärjestelyinstrumentiksi, jolla velallisyhtiön vierasta pääomaa muunnetaan yhtiön omaksi pääomaksi. Velkakonversion avulla velallisyhtiön velkataakka kevenee ja oman pääoman määrä kasvaa, mikä puolestaan johtaa siihen, että liiketoiminnan jatkamisedellytykset parantuvat.⁵ Velkakonversiota on käytetty muun muassa Trainers' House Oyj:n, Talvivaaran Kaivososakeyhtiön Oyj:n sekä Stockmann Oyj Abp:n saneerausohjelmissa jo ennen 1.1.2026 voimaan tulleita uudistuksiakin. Velkakonversion käyttö näissä menettelyissä on ollut mahdollista ainoastaan yhtiökokouspäätöksentekoa noudattaen.⁶

Hallituksen esityksellä eduskunnalle laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja arvopaperimarkkinalain 11 luvun 21 §:n muuttamisesta (HE 153/2025 vp) saatettiin 1.1.2026 voimaan lakiuudistus, jolla muutettiin YSL:ää sekä arvopaperimarkkinalakia (AML, 746/2012). Lakiuudistuksen tavoitteena on edistää velkakonversion käyttöä yrityssaneerauksessa. Velkakonversiota ei nimittäin ole aiemmin ollut mahdollista toteuttaa ilman osakkeenomistajien myötävaikutta-

¹ Koulu 2017 a, Yleiskuvaus: yrityksen saneeraus.

² HE 182/1992 vp, s. 57 ja Savolainen 2004, s. 1.

³ Koulu 2017 a, Yleiskuvaus: yrityksen saneeraus.

⁴ Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 12 ja Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 17.

⁵ Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 12 ja HE 153/2025 vp, s. 9.

⁶ Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 21 ja Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 11.

mista, jolloin velkakonversion toteuttaminen on edellyttänyt käytännössä yhtiökokouksen päätöstä velkojille suunnatun osakeannin toteuttamisesta. Velkakonversion toteuttamiseksi tarpeellisista yhtiöoikeudellisista toimista voidaan uudistuksen myötä määrätä suoraan saneerausohjelmassa, ilman erillistä yhtiökokouksen päätöstä.⁷

Vaikka velkakonversiolla ei ole vakiintunutta legaalista määritelmää suomalaisessa oikeusjärjestelmässä, on YSL:iin lisätty konversiosaneerauksen käsite. YSL 3.1 §:n 10 kohdan mukaan konversiosaneerauksella tarkoitetaan sellaista saneerausmenettelyä, ”jonka kohteena on osakeyhtiö ja jossa saneerausohjelmaehdotus sisältää sellaisia lain 44 §:n 2 momentin 2 kohdassa tarkoitettuja velkajärjestelyjä, joiden seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien omistusosuus yhtiössä muuttuu”. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että YSL:n säännösten puitteissa käsitelty ja vahvistettu saneerausohjelma korvaa velkakonversioon liittyvän yhtiöoikeudellisen päätöksen teon ja tällainen menettely kantaa tätä nykyä konversiosaneerauksen nimeä.⁸

Velkakonversion käytön lisäämistarve saneerausmenettelyissä perustuu tarpeeseen parantaa mahdollisuuksia järjestellä taloudellisissa vaikeuksissa olevan yhtiön pääomarakennetta ja näin edistää YSL:ssä tarkoitetun saneeraustavoitteen toteutumista. Tämä kaksiosainen tavoite pitää sisällään ensinnäkin tavoitteen yritystoiminnan tervehdyttämisestä tai sen edellytysten turvaamisesta sekä tavoitteen velkajärjestelyn aikaansaamisesta (YSL 1.1 §). Velkakonversion käytön lisääntymisen on arvioitu myös edistävän kansainvälisen velkarahoituksen saatavuutta Suomessa, mikä osaltaan parantaa suomalaisten yritysten kilpailukykyä sijoituskohteena kansainvälisillä markkinoilla.⁹

Aiemmin velallisyhtiön osakkeenomistajien asemaa pidettiin yrityssaneerauksissa vahvempana kuin konkurssissa. Yrityssaneerauksessa nimittäin ensisijaisesti velkojat joutuvat tinkimään omasta asemastaan samalla, kun osakkeenomistajien oikeusasemaan vaikuttavien toimenpiteiden toteuttaminen voidaan saada aikaan ainoastaan heidän myötävaikutuksellaan. Käytännössä tämä on johtanut tilanteisiin, joissa velallisyhtiön velkoja leikataan saneerausmenettelyn toteuttamiseksi samalla, kun yhtiön omistusrakenne säilyy koskemattomana. Aiempaa oikeustilaa on siten pidetty epäsuhtaisena osakkeenomistajien ja velkojien välisen riskin jaon sekä konkurssi- menettelyissä sovellettavan lain velkojien maksunsaantijärjestyksestä (MJL, 1578/1992) mukaisen maksunsaantijärjestyksen osalta.¹⁰

⁷ Ks. HE 153/2025 vp, s. 1, 73 ja 74.

⁸ Ks. HE 153/2025 vp, s. 74–75.

⁹ Ks. HE 153/2025 vp, s. 9 ja 73. Ks. Myös Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 14–15.

¹⁰ Ks. HE 153/2025 vp, s. 11–12.

Osakeyhtiössä eri rahoittajaryhmien väliset suhteet määräytyvät osakeyhtiöinstituution normaalin maksunsaantijärjestyksen mukaisesti, jossa vieraan pääoman ehtoisten saatavien haltijat ovat maksunsaantijärjestyksessä etusijalla suhteessa yhtiön osakkeenomistajiin. Osakkeenomistajat kantavat niin sanottua residuaaliriskiä, sillä heillä on oikeus yhtiön varoihin vasta sen jälkeen, kun kaikki muut yhtiön velvoitteet on täytetty. Osakkeenomistajien residuaaliasemasta seuraa, että he kantavat kaikista yhtiön rahoittajista suurimman riskin.¹¹

1.2 Kysymyksenasettelu ja rajaukset

Tämän tutkielman tarkoituksena on tarjota kattava katsaus tuoreeseen konversiosaneerausta koskevaan lainsäädäntöuudistukseen lainopillisia metodeja hyödyntäen. Tutkielmassa otetaan kantaa sääntelystä ilmeneviin tulkintaongelmiin ja tarkastellaan sääntelyä osakeyhtiölain (OYL, 624/2006) valossa. Aiheesta on kirjoitettu suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa ennestään varsin vähän siitäkkin huolimatta, että velkakonversiota on käytetty useissa suurissa yrityssaneerauksissa aiemman sääntelyn puutteista huolimatta.¹²

Tutkimusaihetta tullaan lähestymään niin insolvenssi- kuin yhtiöoikeudellisestakin näkökulmasta. Taloustieteellisiä argumentteja käytetään tutkielmassa vain lainopillisen arvioinnin tukena, mutta varsinaista taloustieteellistä analyysiä tutkielmassa ei tehdä. Lainopissa on nimitäin kyse eri tavoin argumentoitujen tulkintasuositusten ehdottamisesta ja arviointi on vain osittain juridis-teknistä. Määräviksi ratkaisukriteereiksi nousevatkin erilaiset tavoitteenasettelut sekä niihin liittyvä seuraamusharkinta. Argumenttien valintaan ja painotukseen vaikuttaa määrävällä tavalla kulloisenkin tulkintaratkaisun tekijän omaksuma päämääräjärjestelmä ja valinta tulkintavaihtoehtojen välillä tehdään oletetuista seuraamuksista käsin.¹³ Tässä tutkielmassa taloustieteelliset vaikutusarviot soveltuvat erityisesti seurausketjujen kuvaamiseen, sillä ne auttavat hahmottamaan, mitä tosiasiallisia vaikutuksia eri tulkintavaihtoehtoista seuraa, ja toimivat siten perusteluaineistona oikeudellisen arvioinnin tukena.

Tutkielmassa on yksi päätutkimuskysymys sekä sitä tukevia ja täydentäviä alatutkimuskysymyksiä. Tutkielman päätutkimuskysymys on, miten velkakonversio toteutetaan yrityssaneerauksessa 1.1.2026 voimaan tulleen lainsäädäntöuudistuksen jälkeen ja miten uusi sääntely suhteu-

¹¹ Vahtera 2011, s. 182 ja 186.

¹² Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 11.

¹³ Aarnio 1971, s. 48 ja 104–105.

tuu OYL:n säännöksiin. Lisäksi on syytä korostaa, että tutkielmassa tarkastellaan nimenomaisesti 1.1.2026 voimaan tullutta lainsäädäntöuudistusta ja erityisesti YSL 3.1 §:n 10 kohdassa tarkoitettua konversiosaneerausta, joten aiempaa oikeustilaa käsitellään ainoastaan taustatietona.

Päätutkimuskysymykseen vastauksen löytämiseksi tutkielmassa tullaan syventymään ja selvittämään vastaus seuraaviin alatutkimuskysymyksiin: 1) Miten konversiosaneeraus toteutetaan YSL:n mukaan? 2) Milloin ja millä perusteilla saneerausohjelmassa, jossa käytetään velkakonversiota, voidaan poiketa osakeyhtiölain säännöksistä? 3) Millä edellytyksillä saneerausohjelma voidaan konversiosaneerauksessa vahvistaa osakkeenomistajien vastustuksesta huolimatta (pakkovahvistaminen)? 4) Miten pakkovahvistussäännökset suhteutuvat yhtiöoikeudellisiin periaatteisiin? 5) Miten konversiosaneerauksessa toteutetaan saneerausdirektiivin tavoitteita? 6) Millainen on julkisoikeudellisten velkojien asema konversiosaneerauksessa? 7) Onko saneerausohjelman pakkovahvistaminen konversiosaneerauksessa perusteltua perustuslain (731/1999, PL) 15 §:n mukaisen omaisuuden suojan valossa?

Näihin tutkimuskysymyksiin vastaamalla tutkielmassa pyritään systematisoimaan uutta konversiosaneerausta koskevaa sääntelyä sekä analysoimaan uuden sääntelyn ja OYL:n välistä suhdetta. Tarkoituksena on tarkastella konversiosaneeraussääntelyn sisältöä ja arvioida tuoreen lainsäädäntöuudistuksen vaikutuksia paitsi velkakonversion käyttöön saneerausmenettelyissä, myös saneerausmenettelyihin yleensä ja niissä käytettävään saneerauskeinovalikoimaan.

1.3 Metodi, lähdeaineisto ja rakenne

Tutkimusmetodologisesti tutkimuskysymyksiä lähestytään lainopillisesta näkökulmasta. Lainoppi on kiinnostunut nimenomaisesti voimassa olevasta oikeudesta ja sen tehtävänä on tulkita ja systematisoida kulloinkin voimassa olevaa, eli pätevää ja velvoittavaa oikeutta.¹⁴ Lainoppi esittää sekä tulkinta- että normikannanottoja oikeusnormeista. Tulkintakannanotot ovat väitteitä kunkin oikeusnormin sisällöstä, kun taas normikannanotot ovat väitteitä siitä, mitkä oikeusnormit ylipäätään ovat osa kulloinkin voimassa olevaa oikeutta. Oikeusnormin käsite sen sijaan on väljä; se voi tarkoittaa puhtaasti lakikielen ilmaisua, sen sisältöä taikka näiden molempien yhdistelmää.¹⁵ Karrikoidusti voidaan todeta, että oikeusnormi on oikeusjärjestykseen kulloinkin kuu-

¹⁴ Määttä – Paso 2019, s. 7 ja 10. Ks. myös Hupli 2004 s. 9. Perinteisesti suomalaisessa oikeustieteessä on eroteltu toisistaan kulloinkin voimassa olevan oikeuden sisältöä tutkiva lainoppi, eli *de lege lata* ja oikeuden muutostarpeita koskeva lainoppi, *de lege ferenda*. Tätä erottelua on pidetty jokseenkin tarpeettomana, sillä kummassakin tapauksessa mielenkiinto kohdistuu oikeuden sisältöön.

¹⁵ Hirvonen 2011, s. 21–24.

luva sääntö tai periaate, joka oikeuttaa ja velvoittaa kunkin oikeussubjektin käyttäytymistä ja toimintaa. Oikeusnormit luovat näin oikeussubjektien välille oikeussuhteita.¹⁶ Tämä viittaa siihen, että oikeusnormien olemassaolon ehtona on, että ne voidaan perustella lainopillisesti tarkoittaen, että niiden tulee ilmetä erilaisissa oikeudellisissa yhteyksissä.¹⁷

Lainoppi voidaan jakaa käytännölliseen lainoppiin, joka tuottaa tulkintasuosituksia lainkäyttäjän avuksi sekä teoreettiseen lainoppiin, joka keskittyy oikeuden systematisointiin, siis säädösten ja säännösten välisten yhteyksien jäsentämiseen.¹⁸ Systematisoinnissa on kyse alkuperäisen säädösjärjestelmän korvaamisesta toisella, alkuperäisen kanssa samansisältöisellä systeemillä. Näin systematisoinnin tarkoituksena ei ole muuttaa tai korjata oikeusnormeja, vaan ainoastaan kuvata niitä paremmin.¹⁹

Käytännöllinen lainoppi tuottaa ensi kädessä lainkäyttäjien avuksi tulkintasuosituksia siitä, miten jotain epäselvää säännöstä tulisi soveltaa.²⁰ Käytännöllistä lainoppia voidaankin kuvailla hyvän ja perustellun argumentaation tieteenä, sillä sen tutkimuksen lähtökohtana on relevanttien tulkintaongelmien tunnistaminen käsillä olevista oikeuslähteistä. Käytännöllinen lainoppi on ennen kaikkea tulkintatiede, jonka mielenkiinto kohdistuu erilaisiin oikeudellisiin teksteihin, joiden sisältöä tutkimuksella on tarkoitus täsmentää.²¹

Teoreettinen lainoppi puolestaan keskittyy rakentamaan oikeudesta johdonmukaista järjestelmää tuottamalla ja kehittämällä yleisiä oppeja.²² Yleisillä oppeilla tarkoitetaan oikeustieteessä johdonmukaiseksi tarkoitettua oppijärjestelmää, jonka oikeustieteilijät ovat kehittäneet ja jonka avulla kyetään tunnistamaan tietyn oikeuden osa-alueen erityispiirteet ja tehdään ne näkyviksi. Yleiset opit, eli käsitteet, periaatteet, teoriat ja argumentaatiomallit, ovat näin teoreettisen lainopin, systematisoinnin tärkeimpiä työvälineitä. Ne toimivat sisäisestä näkökulmasta katsottuna lainkäyttäjän apuvälineenä ja ulkoisesta näkökulmasta niiden avulla jäsennetään ja tehdään ymmärrettäväksi oikeuden ulkoisia suhteita.²³ Yleiset opit ovat lähtökohtaisesti oikeudenalakohtaisia eri oikeudenalojen ollessa itsenäisiä suhteessa toisiinsa.²⁴ Toisaalta ne luovat yhteyksiä eri

¹⁶ Hirvonen 2012, s. 58–59.

¹⁷ Rautiainen ym. 2023, 3.2 Oikeuslähte-, tulkinta- ja argumentaatio-opit lainopin menetelmänä.

¹⁸ Määttä – Paso 2019, s. 7 ja 11.

¹⁹ Rautiainen ym. 2023, 4. Oikeuden systematisointi.

²⁰ Määttä – Paso 2019, s. 7 ja Letto-Vanamo 2020, s. 42.

²¹ Määttä – Keinänen 2012, s. 20–21 ja Määttä – Paso 2019, s. 8.

²² Määttä – Keinänen 2012, s. 21.

²³ Määttä – Keinänen 2012, s. 22–23 ja Määttä – Paso 2019, s. 11–12.

²⁴ Letto-Vanamo 2020, s. 42 ja Määttä – Keinänen 2012, s. 23.

oikeudenalojen välille eräiden yleisten oppien ylittäessä oikeudenalojen väliset rajat, saaden kuitenkin eri merkityksen kulloisellakin sääntelyalueella.²⁵

Insolvenssioikeudellinen tutkimus – tämän tutkielman tavoin – painottuu pitkälti lainoppiin, erityisesti teoreettiseen lainoppiin ja insolvenssioikeuden laajojen ja nopeasti uusiutuvien säädösmassojen systematisointiin. Yksittäinen insolvenssioikeuden alaan sisältyvä säännös on yleensä ymmärrettävissä ainoastaan silloin, kun se on yhteydessä koko insolvenssioikeudelliseen järjestelmään. Tämä on osaltaan johtanut insolvenssioikeutta leimaavaan, epätavallisen vahvaan systematisoinnin ja tulkinnan väliseen vuorovaikutukseen.²⁶ Käytännöllisen lainopin tuottamat tulkintakannanotot nimittäin perustuvat teoreettisen lainopin tuottamiin ja kehittämiin yleisiin oppeihin, kun tulkintakannanotot taas vaikuttavat siihen, miten koko insolvenssioikeudellinen järjestelmä rakennetaan.²⁷

Tämä tutkielma tulee keskittymään relevanttien tulkintaongelmien tunnistamiseen uudesta konversiosaneeraussääntelystä painottuen käytännölliseen lainoppiin. Tutkielmassa mielenkiinto kohdistetaan näin uuden sääntelyn sisällä pitämiinsä jännitteisiin ja erityisesti YSL:n ja OYL:n väliseen suhteeseen. Tutkielman päätutkimuskysymys kuitenkin tulee johtamaan myös sääntelyn tarkasteluun teoreettisen lainopin avulla, sillä tarkoituksena on systematisoida ja jäsentää sääntelyn välisiä yhteyksiä, edelleen erityisesti YSL:n konversiosaneeraussääntelyn ja OYL:n sääntelyn välillä. Täytyy kuitenkin muistaa, että käytännöllisen ja teoreettisen lainopin välille ei ole tarkoituksenmukaista tehdä täsmällistä rajanvetoa, sillä ne täydentävät toisiaan ja ovat osin päällekkäisiä. Käytännölliseen lainoppiin suuntautuneessa tutkimuksessa – kuten tässä – on sitouduttava joihinkin teoreettisen lainopin tuotoksena syntyneisiin yleisiin oppeihin samalla, kun teoreettisellakin lainopilla on aina väistämättä käytännöllisiä heijastumia.²⁸

Tulkintaa tehdään oikeuslähteiden kielellisellä tulkinnalla. Oikeuslähteitä voidaan *Aulis Aarnion* luoman perusnäkemuksen mukaan jaotella vahvasti velvoittaviin, heikosti velvoittaviin sekä sallittuihin oikeuslähteisiin. Oikeuslähteille annetaan jaottelussa näin painoarvoa oikeudellisessa ratkaisutoiminnassa sen sitovuusasteen perusteella.²⁹ Tärkeimpiä oikeuslähteitä, eli vahvasti velvoittavia on kirjoitettu laki, kun taas heikosti velvoittaviin voidaan lukea lainvalmisteluaineisto

²⁵ Määttä – Keinänen 2012, s. 23. Esimerkiksi yhdenvertaisuusperiaate on keskeinen osa useiden eri oikeudenalojen yleisiä oppeja, vaikkakin se saa eri oikeudenalojen sisällä eri merkityssisällön.

²⁶ Koulou 2017 a, 3. Insolvenssioikeudellinen tutkimus.

²⁷ Koulou 2017 a, 3. Insolvenssioikeudellinen tutkimus. Ks. Myös Määttä – Paso 2019, s. 20–21.

²⁸ Määttä – Keinänen 2012, s. 21. Käytännön lainopilliseen tutkimukseen yhdistetään myös enenevissä määrin esimerkiksi myös empiirisiin tutkimusmenetelmin hankittua tietoa oikeusnormien soveltamiskäytännöstä.

²⁹ Tolonen 1997, s. 288.

sekä tuomioistuinratkaisut. Näiden ohella ns. sallittuihin oikeuslähteisiin voidaan lukea oikeustiede, pitäen sisällään muun ohessa oikeuskirjallisuuden sekä yleiset oikeusperiaatteet.³⁰

Tässä tutkielmassa tukeudutaan kaikkiin edellä kuvatun oikeuslähdeopin mukaisiin oikeuslähteiden luokkiin. Tutkielmassa tukeudutaan erityisesti voimassa olevaan lainsäädäntöön, lainvalmisteluaineistoon, oikeuskäytäntöön, oikeuskirjallisuuteen sekä *soft law* -aineistoon³¹. Tutkielmassa hyödynnetään pääosin kotimaista lähdeaineistoa tutkielman keskittyessä kotimaiseen lainsäädäntöuudistukseen, mutta laadukkaan analyysin tekeminen edellyttää myös ulkomaisen, erityisesti EU-oikeudellisen aineiston hyödyntämistä, kun otetaan huomioon velkakonversiota koskevan kotimaisen oikeuskirjallisuuden -ja käytännön niukkuus. Vaikka käsillä oleva aihe liittyy kotimaiseen lainsäädäntöön, on velkakonversio huomattavasti tunnetumpi instrumentti ulkomailla, jolloin ulkomainen kirjallisuus tarjoaa laadukasta tulkinta- ja argumentaatioapua tutkielman tekemiseen.

Tutkielma koostuu viidestä eri pääluvusta. Luku 1 johdattelee lukijan tutkielman aiheeseen, tavoitteisiin ja käytettyyn tutkimusmetodiin, jonka jälkeen luvussa 2 johdatellaan lukija aiheen pariin käsittelemällä yrityssaneerausmenettelyä sekä saneerauksissa käytettäviä velkajärjestelykeinoja yleisellä tasolla. Luvun lopussa paneudutaan velkakonversioon käsitteenä ja velkajärjestelyinstrumenttina. Tämän jälkeen siirrytään lukuun 3, jolle luodaan perusta kahdessa edeltäjässään; luvussa käydään läpi koko konversiosaneerausta koskeva lainsäädäntöuudistus, josta päästään lukuun 4, jossa arvioidaan lainsäädäntöuudistusta yhtiö- ja insolvenssioikeudellisesta näkökulmasta, minkä lisäksi luvussa käsitellään uudistusta perusoikeuksien sekä Euroopan unionin (EU) oikeuden valossa. Viimeisessä luvussa 5 tehdään johtopäätöksiä käsitelystä aiheesta ja palataan tutkimuskysymyksiin.

³⁰ Ks. Aarnio 1971, s. 97 ja Tolonen 1997, s. 288.

³¹ *Soft law* -käsitteellä viitataan muodollisesti ei-velvoittavaan oikeuslähteeseen, jolla ei ole laissa yksilöityä valtuussäännöstä. Kyse on mekanismista, jonka avulla avoimien tai joustavien oikeusnormien sisältöä voidaan täsmentää tai konkretisoida. Vaikka se ei kuulu perinteisen oikeuslähdeopin jaotteluun, on *soft law* saanut enenevässä määrin merkitystä oikeustieteessä oikeuskirjallisuuteen rinnastuvana, sallittuna oikeuslähteenä. Ks. Määttä – Paso 2019, s. 27–29.

2 Velkakonversio yrityssaneerauksen keinovalikoimassa

2.1 Yrityssaneeraus pääpiirteittäin

Ennen konversiosaneerausta koskevan sääntelyn yksityiskohtaista tarkastelua on syytä tarkastella yrityssaneerausmenettelyn rakennetta yleisellä tasolla konversiosaneerauksen ollessa yrityssaneerauksen erityismuoto, jonka oikeudellinen sisältö rakentuu YSL:n säännösten varaan. Tässä luvussa käsitellään yrityssaneerausmenettelyä pääpiirteittäin, mutta menettelyn yksityiskohtainen tarkastelu on rajattu tutkielman ulkopuolelle.

Yrityssaneeraus on laissa säädetty järjestely, jolla parannetaan taloudellisiin vaikeuksiin joutuneen, mutta elinkelpoisen yrityksen toimintaedellytyksiä. Järjestely toteutetaan vahvistamalla velallisyhtiölle räätälöity saneerausohjelma, jonka onnistuneella toteuttamisella voidaan välttää velallisyhtiön ajautuminen konkurssiin.³² Saneerausmenettelyn tarkoituksena on YSL 1.1 §:n mukaan yritystoiminnan tervehdyttäminen tai sen edellytysten turvaaminen sekä velkajärjestelyn aikaansaaminen. Tervehdyttäminen voi tapahtua velkajärjestelyn ohella myös operatiivisilla liiketoimintamuutoksilla. Tämä tavoite pyritään toteuttamaan saneerausohjelmalla. Saneerausmenettely on hakemuslainkäyttöä, johon sovelletaan oikeudenkäymiskaaren (OK, 4/1734) 8 lukua YSL 68 §:n mukaisen viittaussäännöksen nojalla. Saneerausmenettely pannaan vireille velallisyhtiön omalla tai velkojan hakemuksella ja se käynnistyy tuomioistuimen päätöksellä.³³ Menettelystä voidaan erottaa kaksi erillistä tasoa, jotka ovat tuomioistuimeen keskittyvä lainkäytön taso ja saneerausmenettelyn sisäinen taso. Lainkäytön tasoon voidaan lukea saneerausmenettelyn aloittamispäätös sekä päätös saneerausohjelman vahvistamisesta, kun taas saneerausmenettelyn sisäinen taso kattaa saneerausohjelman laatimisen ja toteuttamisen sekä velallisyhtiön toiminnasta vastaamisen menettelyn aikana.³⁴

Suomalainen oikeusjärjestelmä tuntee tätä nykyä kaksi lakisääteistä saneerauksen menettelyväylää; perusmuotoinen ja varhainen saneeraus. Siirtymä kaksiväyläiseen saneeraukseen on osa vuoden 2022 lakiuudistusta, jolloin YSL:ään otettiin perusmuotoisen saneerausmenettelyn rinnalle varhainen saneerausmenettely, johon hakeutuminen on helpompaa ja sen oikeusvaikutukset ovat vähäisemmät kuin perusmuotoisessa saneerauksessa. Uuden väylän tavoitteena oli tukea mahdollisimman varhaista puuttumista maksuvaikeuksissa olevien yhtiöiden ongelmiin.³⁵

³² Koulou 2007, s. 1.

³³ Ks. Koskelo 1994, s. 6 ja 10.

³⁴ Koulou 2007, s. 21–22.

³⁵ Koulou 2017 b, IV Yrityssaneeraus.

Keskeisenä erona menettelyväylien välillä mainittakoon hakeutumiskynnys; varhainen saneerausmenettely voidaan YSL 4 a §:n mukaan aloittaa, mikäli velallisyhtiötä uhkaa maksukyvyttömyys ja perusmuotoinen saneeraus voidaan YSL 6 §:n mukaan puolestaan aloittaa, jos velallisyhtiö on maksukyvytön.

Saneerausmenettely alkaa edellä esitetyn mukaisesti joko velallisen tai velkojan hakemuksella. Mikäli velallinen itse jättää hakemuksen, tulee tuomioistuimen YSL 70.1 §:n mukaan varata velallisyhtiön velkojille mahdollisuus tulla kuulluksi hakemuksesta ennen päätöksen antamista saneerausmenettelyn aloittamisesta. Velkojan hakemuksesta on puolestaan YSL 70.2 §:n mukaan varattava velallisyhtiön edustajalle tilaisuus lausuman antamiselle.³⁶ Tuomioistuin asettaa aloittamis päätöksen yhteydessä YSL 71 §:n mukaiset määräajat velkojien vaatimusten ilmoittamiselle, selvittäjän ensiarviolle sekä saneerausohjelmaehdotuksen laatimiselle.³⁷ Kuukauden kuluessa saneerausmenettelyn aloittamisesta selvittäjän tulee laatia selvittäjän ensiarvio, jossa tulee ilmetä YSL 11 §:n mukaan olennaiset ja hakemukseen nähden uudet ja poikkeavat tiedot velallisyhtiön taloudellisesta tilanteesta ja taloudellisten hankaluuksien syistä, minkä lisäksi selvittäjän tulee arvioida liiketoiminnan elinkelpoisuutta ja tervehdyttämiskeinoja.

Saneerausohjelma muodostaa yrityssaneerausinstituution ytimen ja ohjelmaehdotuksen laatii YSL 40.1 §:n mukaan selvittäjä.³⁸ Saneerausohjelmaehdotusta laadittaessa selvittäjällä on YSL 40.2 §:n mukainen velvollisuus neuvotella velallisyhtiön edustajan, mahdollisen velkojatoimikunnan sekä tarvittaessa velkojien kanssa. Saneerausohjelmassa määritellään saneeraustoimet, eli toimet ja järjestelyt, joilla yritystoiminta on tarkoitus tervehdyttää. Saneerausohjelmaehdotuksen sisältövaatimuksista säädetään YSL 41 ja 42 §:ssä, joista ensiksi mainittua voidaan luonnehtia selvitysosaksi ja jälkimmäistä toimenpideosaksi.³⁹

Ohjelmaehdotuksesta tulee ilmetä YSL 41 §:n mukaan muun ohessa selvitys velallisen varoista, veloista sekä muista mahdollisista sitoumuksista, velallisyhtiön menettelyn alkamisen jälkeisestä toiminnasta ja tuloksesta, menettelyn alkamisen jälkeisistä velallisyhtiön organisaatiossa

³⁶ Ks. Mm. Ovaska 1993, s. 39, Koulum 2007, s. 26–27 ja Koskelo 1994, s. 11. Hakemuksen vireilläollessa tuomioistuin arvioi annettujen lausumien perusteella edellytyksiä menettelyn aloittamiselle. Tuomioistuin voi myös tässä vaiheessa määrätä velallisyhtiön väliaikaiseen maksu-, perintä-, ja/tai täytäntöönpanokieltoon.

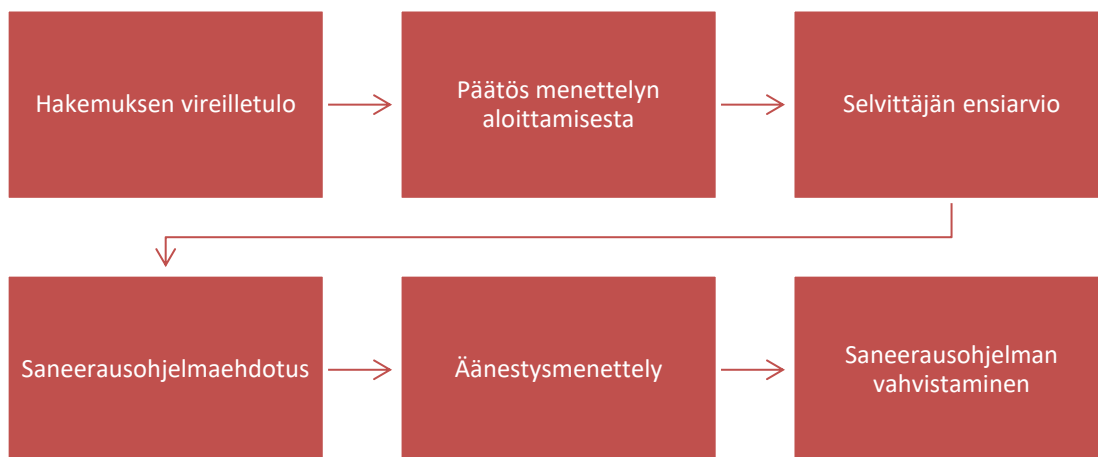
³⁷ Ovaska 1993, s. 39–40. Ks. Myös Koskelo 1994, s. 22–23. Tuomioistuin määrää saneerausmenettelyn aloittamis päätöksen yhteydessä selvittäjän, minkä lisäksi tuomioistuin voi asettaa velkojatoimikunnan hakijan, selvittäjän tai velkojan hakemuksesta. Velkojatoimikunta avustaa selvittäjää tehtävissään ja siihen kootaan eri velkojaryhmien edustus. Velkojatoimikunnan osalta on hyvä muistaa, ettei se ole pakollinen elin.

³⁸ Ks. Koskelo 1994, s. 249–250. Tietyin edellytyksin myös velallisyhtiön edustajalla, osakkeenomistajalla ja velkojilla on mahdollisuus laatia saneerausohjelmaehdotus ja toimittaa se tuomioistuimelle.

³⁹ Ks. Mm. Koulum 1995, s. 37–53, Linna 2025, s. 277 ja Koskelo 1995, s. 151–154.

tapahtuneista muutoksista, velkojen ja velallisyhtiön välillä vallitsevista läheisyssuhteista, velallisyhtiön toimintaan kohdistettujen tarkastusten tuloksesta, velallisyhtiön edustajan tietojenanto- ja myötävaikutusvelvollisuuden täyttämisestä sekä muista seikoista, joilla on merkitystä saneerausohjelman toteutumisedellytysten arvioinnin kannalta. Toimenpideoissa tulee sen sijaan määrätä YSL 42 §:n mukaan muun muassa siitä, missä laajuudessa velallisyhtiön toimintaa tullaan jatkamaan, velallisyhtiön varoja ja henkilöstöä koskevista toimenpiteistä, saneerausvelkoja koskevista järjestelyistä, ohjelman rahoituksesta sekä ohjelman seurannasta.⁴⁰

Kun saneerausohjelmaehdotus on annettuun määräpäivään mennessä toimitettu tuomioistuimelle, tarkistaa tuomioistuin alustavasti, täyttääkö ohjelmaehdotus sille YSL 41 ja 42 §:ssä säädettyt vähimmäisvaatimukset. Kun ehdotus on vahvistettu muodolliselta sisällöltään asianmukaiseksi, varataan asianosaisille YSL 74 §:n mukaisesti tilaisuus saneerausvelkoja koskevien väitteiden sekä YSL 76 §:n mukaisesti ohjelmaehdotusta koskevan lausuman antamiseen. Tämän jälkeen tuomioistuin käsittelee väitteet joko ratkaisemalla riitautetun kysymyksen tai osoittamalla erillisen prosessin asian ratkaisemiseksi. Asianosaisten antamien lausumien osalta puolestaan tuomioistuin varaa selvittäjälle tilaisuuden muuttaa saneerausohjelmaehdotusta, mikäli lausumat tähän antavat aihetta. Tämän jälkeen tuomioistuin voi vahvistaa saneerausohjelman, mikäli edellytykset vahvistamiselle täyttyvät.⁴¹ Saneerausohjelman vahvistamista tarkastellaan lähemmin luvussa 3.3.



Kaavio 1. Saneerausmenettelyn kulku pääpiirteittäin.⁴²

⁴⁰ Ks. Koskelo 1994, s. 251–255.

⁴¹ Ovaska 1993, s. 39–40.

⁴² Konkurssiasiamiehen toimisto, Yrityssaneerausmenettely. <https://www.konkurssiasiamies.fi/konkurssi-ja-yrityssaneeraus/yrityssaneerausmenettely/> (6.2.2026), kohta Yleistä.

2.2 Velkajärjestelykeinot yrityksen saneerauksessa

Saneerausohjelmassa käytettävistä velkajärjestelykeinoista säädetään YSL 44 §:ssä. Velkajärjestelyt voivat koskea ainoastaan saneerausvelkoja. Saneerausvelalla tarkoitetaan YSL 3.1 §:n 5 kohdan mukaan velkaa, joka on syntynyt ennen saneeraushakemuksen vireilletuloa. Saneerausvelat voidaan jakaa karkeasti kolmeen ryhmään; vakuusvelkoihin, tavallisiin velkoihin sekä viimesijaisiin velkoihin.⁴³ Velkajärjestelykeinot on lueteltu YSL 44 §:ssä lievimmästä keinosta ankarimpaan ja niitä voidaan käyttää joko erikseen tai yhdessä muiden keinojen kanssa. Saneerausohjelmassa voidaan ensinnäkin muuttaa velan maksuaikataulua⁴⁴ ja toiseksi lievimpänä keinona ohjelmassa voidaan määrätä, että velallisyhtiön maksusuoritukset on luettava ensin velan pääoman ja vasta sitten luottokustannusten lyhennykseksi.⁴⁵ Kolmantena velkajärjestelykeinona voidaan alentaa jäljellä olevaan luottoaikaan kohdistuvien luottokustannusten maksuvelvollisuutta ja neljänneksi voidaan alentaa maksamatta olevan velan määrää.⁴⁶

Edellä mainittujen lisäksi saneerausohjelmassa käytettävät velkajärjestelyt voivat sisältää myös velan maksamisen kokonaan tai osittain kertasuorituksena tätä tarkoitusta varten otettavalla uudella velalla. Tämä tarkoittaa käytännössä tietyn rahoitusjärjestelyn korvaamista toisella, edullisemmalla järjestelyllä. Lisäksi velkajärjestelyt voivat sisältää velan maksamisen kokonaan tai osittain sijaissuorituksin. Kun saneerausvelkoja voivat olla ainoastaan rahavelat, voidaan niiden suoritukseksi määrätä muuta kuin rahaa. Tällainen sijaissuoritus voisi olla esimerkiksi suunnatun osakeannin käyttäminen siten, että velkojat saavat merkitä osakkeita saataviaan vastaan,⁴⁷ eli konvertoimalla velkoja yhtiön osakkeiksi velkakonversiolla. Velkakonversiota käsitellään lähemmin seuraavassa alaluvussa 2.3.

⁴³ Koskelo 1995, s. 123 ja 263. Saneerausvelkoja voivat olla ainoastaan rahavelat ja niihin luetaan vakuusvelat sekä sellaiset velat, jotka ovat joko perusteeltaan tai määrältään ehdollisia tai riitaisia.

⁴⁴ HE 182/1992 vp, s. 87–88. Velan maksuaikataulua voidaan paitsi pidentää, mutta toisaalta sitä voidaan myös lyhentää, esimerkiksi silloin, kun velkaa samanaikaisesti lyhennetään ja määrätään, että alennettu velan määrä on maksettava kertasuorituksena.

⁴⁵ HE 182/1992 vp, s. 88 ja Koskelo 1995, s. 270. Lyhennyksiä ensisijaistettaessa velalle lasketaan normaalisti korkoa, mutta kertyvien korkoerien maksaminen lykkääntyy. Tällä pyritään lyhentämään velan juoksu-aikaa ja vähentämään korkomenoja.

⁴⁶ HE 182/1992 vp, s. 88. Maksamatta olevan velan määrää alennettaessa voidaan joko leikata jo erääntyneiden mutta maksamattomien luottokustannusten tai viivästyskorkojen määrää tai alentaa itse maksamatta olevan velan pääoman määrää.

⁴⁷ HE 182/1992 vp, s. 88. Ks. Myös HE 153/2025 vp, s. 74. Velkakonversio on sisällytetty saneerauskeinovalikoimaan jo säädettäessä YSL:ää. Aiemmin voimassa olevasta sääntelystä on kuitenkin johtunut, ettei velkakonversion käyttö ole ollut mahdollista ilman velallisyhtiön osakkeenomistajien suostumusta.

Vakuusvelkojilla on saatavansa luonteen vuoksi suojatumpi asema velkajärjestelyssä, muttei heitä ole kuitenkaan jätetty kokonaan YSL:n järjestelmän ulkopuolelle. Vakuusvelkojien asemasta säädetään YSL 45 §:ssä ja käytettävissä olevat järjestelykeinot ovat huomattavasti suppeammat verrattuna tavallisiin velkoihin.⁴⁸ Vakuusvelkojien osalta voidaan käyttää kaikkia edellä mainittuja velkajärjestelykeinoja velan määrän alentamista ja sijaissuorituksia lukuun ottamatta. Vakuusvelan määrää ei voida siten leikata eikä niiden maksamisesta sijaissuorituksin voida ohjelmassa määrätä. Velkojan esinevakuusoikeuksiin ei voida YSL 45.1 §:n mukaan velkajärjestelyissä puuttua, eli velkajärjestelyllä ei voida vaikuttaa velkojan esinevakuusoikeuden pysyvyyteen tai sisältöön.⁴⁹

2.3 Velkakonversio käsitteenä ja instrumenttina

2.3.1 Velkakonversion käsite

Kuten jo 1 luvun taustoituksessa kävi ilmi, ei velkakonversiolle ole Suomessa legaalua määritelmää, siitäkin huolimatta, että yhtiöiden velkoja on Suomessa konvertoitu osakkeiksi ennen YSL:n 1.1.2026 voimaan tullutta lainsäädäntöuudistusta niin yrityssaneerauksen yhteydessä kuin sen ulkopuolellakin.⁵⁰ Kansainvälisessä oikeuskirjallisuudessa velkakonversio on mielletty uudelleenjärjestelyinstrumentiksi, jolla velallisyhtiön vierasta pääomaa (velkaa) muunnetaan yhtiön omaksi pääomaksi (osakkeiksi). Velkakonversion myötä velallisyhtiön velkataakka pienenee ja sen liiketoiminnan jatkamisedellytykset voivat parantua.⁵¹

Velkakonversion käsitettä lähemmin tarkasteltaessa on tärkeä tuntea yhtiön pääoman muodot ja niiden erot. Yhtiön oma pääoma jakautuu ulkoiseen ja sisäiseen pääomaan, joista ensiksi mainittu tarkoittaa osakeannein hankittua pääomaa, kun taas sisäinen pääoma tarkoittaa liiketoiminnasta voittona saatua kassavirtaa.⁵² Vieraalla pääomalla sen sijaan tarkoitetaan ulkopuolisilta tahoilta hankittua rahoitusta ja se voidaan jakaa lyhytaikaiseen ja pitkäaikaiseen pääomaan sen takaisinmaksuajan perusteella. Lyhytaikainen vieras pääoma on maksettava takaisin enintään vuoden kuluessa ja pitkäaikainen puolestaan yli vuoden kuluessa.⁵³

⁴⁸ Koskelo 1995, s. 264.

⁴⁹ HE 182/1992 vp, s. 88–89.

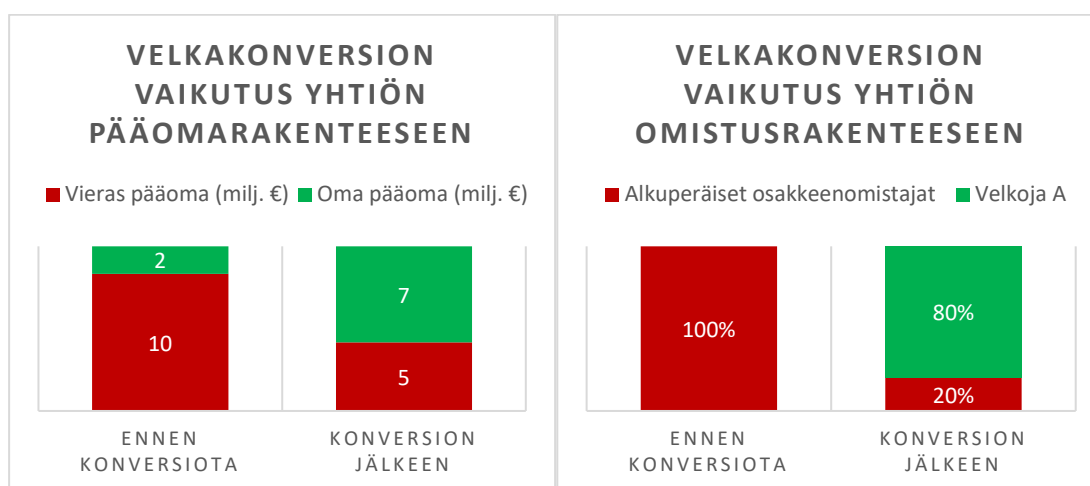
⁵⁰ Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 11 ja HE 153/2025 vp, s. 9.

⁵¹ Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 21 ja Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 11.

⁵² Knüpfer – Puttonen 2024, s. 29.

⁵³ Martikainen – Vaihekoski 2015, s. 38.

Velkakonversiolla toteutettava, velallisyhtiön velkojen konvertointi omaksi pääomaksi parantaa velallisyhtiön taseen rakennetta ja alentaa samalla sen velanhoitokustannuksia. Tämä puolestaan parantaa yhtiön kilpailukykyä markkinoilla. Velkojen konvertointi tulee kyseeseen erityisesti sellaisten taloudellisten ongelmien kanssa kamppailevien yhtiöiden kohdalla, joiden oletetaan palaavan rehabilitaation seurauksena yhtiöksi, jonka liiketoiminta on kannattavaa. Velallisyhtiön velkojen näkökulmasta konversiosta johtuu, että konvertoitavien saatavien etuoikeusasema heikkenee oman pääoman ollessa maksukyvyttömyysmenettelyssä aina viimesijaista saatavaa. Velkojat saattavat kuitenkin hyötyä velallisyhtiön osakkeiden omistamisesta mahdollista myöhempää arvonnousua silmällä pitäen. Velallisyhtiön osakkeenomistajien kannalta huomattavana haittapuolena on omistuksen dilutoituminen ja mahdollisesti myös yhtiön määräysvallan siirtyminen velkojille.⁵⁴



Kaavio 2. Velkakonversion vaikutus yhtiön pääomarakenteeseen ja omistukseen. Havainnollistavassa esimerkkitapauksessa velkoja A:n 5 milj. euron suurinen saatava konvertoidaan velallisyhtiön osakkeiksi. Konversion seurauksena velallisyhtiön velkataakka puolittuu ja oma pääoma kasvaa, mutta alkuperäisten osakkeenomistajien omistus laimenee 100 %:sta 20 %:iin.⁵⁵

Velkakonversion oikeudellista luonnetta voidaan tarkastella kahden vaihtoehdoisen luonnehdinnan kautta: kuittauksena tai sijaissuorituksena eli surrogaattina. Kuittausluonnehdinta perustuu siihen, että velkoja konvertoidessa velkojalla on jo saatava velallisyhtiöltä, kun velallisyhtiölle puolestaan syntyy saamisoikeus velkojalta konvertoitavien osakkeiden merkintähinnan suorittamisvelvollisuuden myötä. Velkakonversion toteuttaminen johtaa näin velallisyhtiön ja velkojan

⁵⁴ Lehtimäki 2010, s. 1002.

⁵⁵ Esimerkkitapaus on hypoteettinen esimerkki, jonka tarkoituksena on havainnollistaa omistuksen merkittävä laimeneminen ja toisaalta pääomarakenteen tervehtyminen. Todellinen diluution aste on kuitenkin käytännössä riippuvainen saneerausohjelman määräyksistä, osakkeiden arvostuksesta sekä osapuolten välisten neuvottelujen lopputuloksesta. Vrt. vastaavia esimerkkejä Ruotsin saneerauskäytännöstä HE 153/2025 vp, s. 103–105.

välischen vastakkaisten saatavien lakkaamiseen siltä osin, kun ne kattavat toisensa arvoltaan. Kuittausluonnehdintaa puoltaa se, että merkintähintaa maksettaessa kyse ei ole enää samasta velkasuhteesta kuin alkuperäinen saneerausvelka, vaan osakeannista syntyvästä uudesta velvoitesuhteesta, jossa vastakkaiset saatavat kuitataan.⁵⁶

Kuittausluonnehdinnan ohella velkakonversio voidaan mieltää myös sijaissuoritukseksi eli surrogaatiksi.⁵⁷ Sijaissuoritusluonnehdinta perustuu siihen, että velkakonversion funktiona on velkojan rahamääräisen saatavan suorittaminen velallisyhtiön osakkeita vastaan, jolloin velallisyhtiö ei täytä velvoitettaan samanlaisena suorituksena.⁵⁸ Velvoite katsotaan tällöin tulleen täytetyksi sijaissuorituksen kautta, kun velvoite lakkaa alkuperäisestä velvoitteesta sisällöltään poikkeavan suorituksen perusteella.⁵⁹ Sijaissuoritusluonnehdinta on YSL:n systematiikassa välttämätön, sillä konversio voi kohdistua osakkeiden ohella myös optio- tai muihin erityisiin oikeuksiin. Näin ollen kuittaus kuvaa velkakonversion teknistä toteuttamistapaa osakkeisiin konvertoitaessa, kun taas sijaissuoritus on YSL:n mukainen oikeudellinen luonnehdinta, joka kattaa kaikki konversion muodot.

YSL:n järjestelmässä velkakonversio toteutetaan YSL 44.2 §:n 2 kohdan mukaisena sijaissuorituksena. Jo lakia säädettäessä kyseisen lainkohdan tarkoituksena on ollut velkojille suunnatun osakeannin toteuttaminen siten, että velkojat saavat merkitä osakkeita saataviaan vastaan.⁶⁰ Tätä lähtökohtaa ei ole lähdetty haastamaan tuoreintakaan lainsäädäntöuudistusta tehtäessä, sillä jäljempänä luvussa 3 käsiteltävässä konversiosaneerauksessa velkakonversio ymmärretään YSL 44.2 §:n 2 kohdan mukaiseksi sijaissuoritukseksi. Vaikka YSL:n systematiikka rakentuu sijaissuoritusluonnehdinnan varaan, on velkakonversion tekninen toteutus osakkeisiin konvertoitaessa luonteeltaan kuittaus, jossa velkojan alkuperäinen saatava ja osakeannista syntyvä merkintähintavelka lakkaavat vastakkaisten saatavien peittäessä toisensa.⁶¹

2.3.2 Velkakonversio ennen lakiuudistusta

Ennen konversiosaneerausta koskevan uuden sääntelyn tarkastelua on vielä tarpeen havainnollistaa, miten velkakonversio on ollut toteutettavissa yrityssaneerauksessa ennen konversiosaneerausta koskevaa lainsäädäntöuudistusta. Vaikka velkakonversiota koskeva oikeuskäytäntö

⁵⁶ Ks. Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s.23.

⁵⁷ Ks. HE 182/1992 vp, s. 45 ja Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s.23.

⁵⁸ Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s.23.

⁵⁹ Norros 2018, s. 395.

⁶⁰ Ks. HE 182/1992 vp, s. 45 ja Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 29.

⁶¹ Ks. HE 153/2025 vp, s. 12 ja 74.

on syntynyt aikaisemman oikeustilan voimassa ollessa, monet siinä muodostuneet tulkintaperiaatteet säilyttävät merkityksensä myös uutta sääntelyä sovellettaessa. Aiemman oikeustilan avaamisella on myös tarkoitus havainnollistaa niitä käytännön ongelmia, joita uudella sääntelyllä on pyritty paikkaamaan.

Tyypillisesti velan konvertoiminen toteutetaan velallisyhtiön järjestämällä, OYL 9:4:n mukaisella suunnatulla osakeannilla yhtiön velkojille. Suunnattu osakeanti edellyttää OYL 9:4.1:n mukaan yhtiön kannalta painavaa taloudellista syytä. Tällöin osakeannin kohteena olevat velkojat merkitsevät kullekin merkittäväksi tarjotut osakkeet ja suorittavat osakeantipäätöksen ja osakemerkinnän perusteella määräytyvän osakkeiden merkintähintavelan joko kokonaan tai osittain kuittaamalla velallisyhtiöltä olevan, vastakkaisen saatavan.⁶² Suunnattu osakeanti merkitsee poikkeamista osakkeenomistajien OYL 9:3:ssä säädetystä etuoikeudesta osakeannissa annettaviin osakkeisiin, jonka mukaan osakkeenomistajilla on etuoikeus osakeannilla annettaviin osakkeisiin samassa suhteessa kun heillä ennestään on yhtiön osakkeita.⁶³

Konversion toteutuessa ne velkojat, joiden saatavia konvertoidaan velallisyhtiön osakkeiksi, tulevat velallisyhtiön omistajiksi. Tällaisissa tilanteissa, joissa yhtiö järjestää osakeannin ja yhtiöön tulee tämän myötä uusia omistajia, muuttuu vanhojen omistajien omistusosuus pienemmäksi. Tämä omistuksen dilutoituminen saattaa joissain tapauksissa olla niinkin merkittävä, että velallisyhtiön määräysvalta siirtyy konversion toteutumisen seurauksena osittain tai kokonaan vanhoilta osakkailta uusille omistajille. Vaikeassa taloudellisessa ahdingossa olevan yhtiön osakkeet ovat tyyppitapauksissa lähes arvottomia, jolloin myös osakeannissa merkittäväksi tarjotut osakkeet ovat huomattavan edullisia.⁶⁴

Yrityksen saneerauksessa velkakonversion toteuttaminen on ollut varsin kankeaa aiemman oikeustilan vallitessa. Tuolloin voimassa ollut lainsäädäntö kyllä mahdollisti velallisyhtiön saneerausvelan maksamisen velallisyhtiön osakkeista muodostuvien surrogaatein, mutta velkakonversion toteuttaminen edellytti velallisyhtiön yhtiökokouksen päätöstä osakeannista, eikä konversion toteuttaminen ollut käytännössä mahdollista ilman velallisyhtiön osakkeenomistajien myötävaikutusta.⁶⁵ OYL 9:2:stä nimittäin johtuu, että OYL 9:1:n mukaisesta osakeannista päättää yhtiökokous tai sen antaman valtuutuksen perusteella yhtiön hallitus. Aiempaa oikeustilaa leimasi

⁶² Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 133.

⁶³ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2025, 9 luku. Osakeanti

⁶⁴ Lehtimäki 2010, s. 1002–1003 ja 1009. Velkakonversio voidaan toteuttaa myös antamalla optio-oikeuksia tai muita erityisiä oikeuksia, kuten vaihtovelkakirjoja.

⁶⁵ HE 153/2025 vp, s. 74.

lähtökohta siitä, että velkakonversion toteuttaminen saneerausohjelmassa edellytti OYL:n päätöksentekoa koskevien säännösten noudattamista.⁶⁶

Aiempi oikeustila saikin kritiikkiä osakseen, sillä tilannetta, jossa velallisyhtiön velkoja jouduttiin saneerauksen toteuttamiseksi leikkaamaan samalla, kun yhtiön omistusrakenne voitiin säilyttää koskemattomana, pidettiin epäsuhtaisena velallisyhtiön osakkeenomistajien ja velkojien välisen riskinjaon kanssa sekä konkurssitilanteissa sovellettavan, MJL:n mukaisen maksunsaantijärjestykseen verrattuna. Erityisen ongelmalliseksi osoittautuivat tilanteet, joissa velallisyhtiön osakkeenomistajat pystyivät estämään velallisyhtiön omistusrakenteen uudelleenjärjestelyn silloinkin, kun se olisi välttämätöntä toteuttamiskelpoisen saneerausohjelman aikaansaamiseksi.⁶⁷

Velkakonversiota on käytetty – puutteellisesta sääntelystä huolimatta – lukuisissa saneerausmenettelyissä. Stockmann Oyj Abp:n saneerausohjelma vahvistettiin Helsingin käräjäoikeuden päätöksellä 9.2.2021.⁶⁸ Ohjelmassa leikattiin sekä julkisoikeudellista velkaa että vakuudetonta velkaa 20 %:lla siten, että ennen leikkausta velkojille tarjottiin mahdollisuus konvertoida tämä osuus yhtiön B-osakkeiksi ja lopuille 80 %:lle vahvistettiin maksuohjelma. Leikattu velka voitiin siten konvertoida yhtiön osakkeiksi välittömästi saneerausohjelman vahvistamisen jälkeen järjestyksessä yhtiökokouksessa päätettävällä osakeannilla velkojan niin halutessa. Saneerausohjelmaan kirjattiin myös, että mikäli yhtiökokous ei tee vaadittavia päätöksiä osakeannista ja jos yhtiö ei niitä viivytyksettä toteuta, saneerausohjelma raukeaa. Mikäli velkoja taas ei halunnut konvertoida kyseistä 20 %:n osuutta saneerausvelasta yhtiön osakkeiksi, leikattiin tämä osuus saneerausvelasta lopullisesti. Vakuudetonta velkaa huonommalla etusijalla olevia hybridilainoja leikattiin puolestaan 50 % ja toinen puolisko konvertoitiin yhtiön B-osakkeiksi samassa osakeannissa vakuudettomien velkojen konversion kanssa. Velkojan toinenkin puolisko saatavasta leikattiin, mikäli tämä ei halunnut konvertoida sitä.⁶⁹

Julkisoikeudellisille ja vakuudettomille velkojille tarjottiin saneerausohjelmassa vaihtoehtoinen suoritus lopun velan maksuohjelmalle. Velkojat nimittäin saivat mahdollisuuden vaihtaa jäljelle jäävän, maksuohjelman mukaisen suorituksen euro eurosta yhtiön liikkeeseen laskemaan vakuudelliseen joukkovelkakirjalainaan. Tämän lainan merkitsemisen ehtona oli, että merkintään käytetään velkojan maksuohjelman mukainen saatava täysimääräisesti, minkä lisäksi merkintä

⁶⁶ Ks. Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 33.

⁶⁷ HE 153/2025 vp, s. 11–12.

⁶⁸ Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 126.

⁶⁹ Selvittäjän saneerausohjelmaehdotus Stockmann Oyj Abp, s. 58–60. Ks. Myös Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 126–127. Uusiin B-osakkeisiin ei liittynyt ns. *lock up* -velvoitetta, eli velvoitetta olla myymättä konvertoimalla saatuja osakkeita.

oli peruuttamaton ja lopullinen. Mikäli velkoja vaihtoi maksuohjelman mukaisen suorituksen joukkovelkakirjalainaan, luopui hän samalla maksuohjelman mukaisesta suorituksesta eikä näin ollut enää velkojan asemassa saneerausohjelmassa.⁷⁰

Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj:n saneerausohjelma vahvistettiin 2.6.2017 Espoon käräjäoikeuden päätöksellä. Saneerausohjelman mukaan maksettavan saneerausvelan maksimaalisen alentamisen kompensationsa pidettiin konversion takia tapahtunutta osakeantia ja tätä puolestaan pidettiin saneerausohjelman onnistumisen edellytyksenä. Tästä johtui, että yhtiön täytyi tarjota kaikille etuoikeudettomille saneerausvelkojille mahdollisuuden muuntaa saatavansa yhtiön osakkeisiin. Konversiosta kieltäytyneiden velkojien saatavia leikattiin 99 %:lla ja jäljelle jäävä osuus maksettiin yhdessä erässä. Saneerausohjelmassa korostettiin, että osakeantiin liittyvät toimenpiteet olisivat pysyviä sellaisessakin tilanteessa, jossa saneeraus keskeytyisi tai ohjelma raukeaisi. Konversion seurauksena saneerausvelkojat merkitsivät kaikkiaan yli 2 miljoonaa uutta osaketta samalla, kun yhtiön saneerausvelka väheni yli 238 miljoonalla eurolla. Huomattavaa tässä on se, että konversio toteutettiin jo ennen saneerausohjelman vahvistamista, kuitenkin ohjelmassa edellytetyllä tavalla.⁷¹

Trainers' House Oyj:n saneerausohjelma vahvistettiin puolestaan 2.9.2015 Espoon käräjäoikeuden päätöksellä. Jo ohjelmaa vahvistettaessa todettiin, että yhtiön yhtiökokous oli valtuuttanut yhtiön hallituksen päättämään suunnatusta osakeannista. Tämä tarkoitti, että etuoikeudettomat velkojat saattoivat konvertoida saataviaan yhtiön osakkeiksi. Menettelyssä ei leikattu lainkaan etuoikeudettomia velkoja, vaan ohjelmassa todettiin etuoikeudettomien velkojien sitoutuneen merkitsemään koko saatavansa pääomalla yhtiön osakkeita. Mikäli velkoja jätti tämän sitoumuksen toteuttamatta, merkitsi se määritettyjen etuoikeudettomien saatavien lakkaamista.⁷² Velkonversio toteutettiin niin, että osakkeen merkintähinnaksi määritettiin 0,08 euroa per osake ja sen merkintähinta suoritetaan kuittaamalla juniori- ja hybridilainojen muodostama, noin 3 miljoonan euron kokonaispääoma. Konversiosta johtui, että yhtiön osakkeiden lukumäärä lähes tuplaantui.⁷³

Edellä esitetyistä esimerkeistä ilmenee, että velkakonversio on *de facto* ollut tuomioistuimen tunnistama saneerauskeino jo ennen YSL:n uudistustakin. Näitä kaikkia esimerkkejä kuitenkin

⁷⁰ Selvittäjän saneerausohjelmaehdotus Stockmann Oyj Abp, s. 58–62. Ks. Myös Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 126–127. Velkojien yhdenvertaisen kohtelun takia kaikille vakuudettomille velkojille tarjottiin sama mahdollisuus merkitä vakuudellista joukkovelkakirjalainaa samoin ehdoin.

⁷¹ Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 48 ja Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 124.

⁷² Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 125–126.

⁷³ Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 47.

leimaa se aiemman oikeustilan keskeinen ongelma, eli OYL:n mukaisen osakkeenomistajien myötävaikutuksen välttämättömyys velkakonversiota käytettäessä saneerauskeinona. Kaikista edellä käsitellyistä saneerausohjelmista löytyy velkakonversiota koskeva ehto, jonka mukaan ohjelma raukeaa, mikäli yhtiöoikeudellista päätöksentekomenettelyä noudattaen tehtyä päätöstä velkakonversiosta ei vielä ohjelman hyväksymishetkellä ole, eikä yhtiö tee ohjelmaehdotuksen mukaisia yhtiöoikeudellisia päätöksiä välittömästi ohjelmaehdotuksen tultua hyväksytyksi.⁷⁴

Näissä tapauksissa velkakonversio onnistui, sillä yhtiöiden osakkeenomistajat siihen suostuivat. Tämä kiteyttää aiemmin voimassa olleen sääntelyn ydinongelman: jos osakkeenomistajat olisivat velkakonversiota näissä tapauksissa vastustaneet, ei osakeantia olisi voitu koskaan toteuttaa, vaikka velkojat olisivatkin sitä kannattaneet. Tällöin saneeraus olisi todennäköisesti vaihtunut konkurssiksi. Toinen ongelma liittyy epäoikeudenmukaiseen vastuunjakoon velkojien ja osakkeenomistajien välillä, sillä konversiota vastustavien velkojien saatavat joka tapauksessa leikattiin samalla, kun konversiota vastustavat osakkeenomistajat saattoivat estää konversion toteutumisen kokonaan säilyttäen samalla omistuksensa laimentumattomana. Näin ollen aiempi oikeustila sinänsä kyllä mahdollisti velkakonversion toteutumisen, mutta saneerausohjelmalla ei voitu korvata yhtiökokouksen päätöstä, jolloin konversion toteuttaminen aina edellytti osakkeenomistajien myötävaikuttamista. Seuraavaksi siirrymme lukuun 3, jossa tarkastellaan, miten nämä aiemmin voimassa olleesta lainsäädännöstä johtuneet ongelmat on ratkaistu uusilla lainsäädäntöratkaisuilla ja miten velkakonversio voidaan uudistuksen myötä toteuttaa mutkattomammin yrityksen saneerauksessa.

3 Konversiosaneeraus

3.1 Lähtökohdat

3.1.1 Konversiosaneerauksen käsite

Konversiosaneerauksen käsite ei ole aiemmin yrityksen saneerauksesta puhuttaessa noussut esiin. YSL 3.1 §:ään lisättiin uusi 10 kohta, jossa konversiosaneerauksen käsite on määritelty.

⁷⁴ Ks. Engelberg – Hupli – Villa 2022, s.127.

Konversiosaneerauksella tarkoitetaan sellaista saneerausmenettelyä, jonka kohteena on osakeyhtiö⁷⁵ ja jossa saneerausohjelmaehdotus sisältää sellaisia saneerausvelkoihin kohdistuvia velkajärjestelyjä, joissa velka maksetaan kokonaan tai osittain velkojan toimialan ja aseman kannalta kohtuullisin sijaissuorituksin, joiden seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien omistusosuus yhtiössä muuttuu. Käytännössä kyse on siten velallisyhtiön velkojen järjestelystä siten, että osaa veloista ei makseta takaisin rahana, vaan velallisyhtiön osakkeista taikka optio- tai muista erityisistä oikeuksista muodostuvina sijaissuorituksina.⁷⁶ Konversiosaneerauksen käsitettä käytetään kaikissa niissä YSL:n säännöksissä, jotka lakiin velkakonversion käytön lisäämiseksi lisättiin. Huomionarvoista on, että lakiin lisätyt säännökset tulevat sovellettavaksi ainoastaan sellaisissa saneerausmenettelyissä, joissa velkakonversion käyttöä uuden sääntelyn puitteissa ehdotetaan.⁷⁷

Konversiosaneerauksen käsitteen lisääminen YSL:iin tarkoittaa käytännössä sitä, että jo aiemmin oikeuskäytännössä tunnustetulla tavalla velkakonversio on nyt myös laissa määritelty saneerauskeinoksi ja konversiosaneerauksessa velkakonversio toteutetaan YSL:n 44:2 §:n 2 kohdan mukaisin sijaissuorituksin. Konversiosaneerauksen käsite on kerännyt asiantuntijoiden keskuudessa positiivista palautetta; *Matti Engelberg* on velkakonversiotyöryhmän mietinnöstä antamassaan lausunnossa kuvannut käsitteen nivoutuvan hyvin yrityssaneerauksen systematiikkaan.⁷⁸ *Tuomas Hupli* on puolestaan kuvannut termiä ”hienoksi ja ilmaisuvoimaiseksi innovaatioksi”.⁷⁹

3.1.2 Suhde osakeyhtiölakiin

YSL:iin lisättiin kokonaan uusi, konversiosaneerauksen ja OYL:n välistä suhdetta koskeva 3 a §, jonka mukaiset erityissäännökset syrjäyttävät *lex specialis* nimetyt OYL:n säännökset konversiosaneerauksessa. Käytännössä tämä tarkoittaa, että YSL:n mukainen päätöksenteko korvaa OYL:n mukaisen päätöksenteon mahdollistaen velkakonversion toteuttamisen ilman erillistä yhtiökokouksen päätöstä.

⁷⁵ Vaikka saneerausmenettelyn kohteena voikin olla yhtiömuodoltaan erilaisia velallisia, on velkakonversion toteuttaminen lähtökohtaisesti mahdollista vain osakeyhtiömuotoisissa velallisyhtiöissä. Ks. HE 153/2025 vp, s. 111–112.

⁷⁶ Oikeusministeriö s. 2.

⁷⁷ Ks. HE 153/2025 vp, s. 111. Konversiosaneerauksen käsitteen määrittelyn kannalta saneerauksen menettelyväylällä ei ole merkitystä, sillä konversiosaneeraus voidaan toteuttaa sekä varhaisena että perusmuotoisena saneerausmenettelyinä.

⁷⁸ Engelberg, s. 1.

⁷⁹ Hupli, s. 1.

YSL 3 a.1 §:n 1 kohdan mukaan konversiosaneerauksessa ei sovelleta OYL 9:2:n mukaisia osakeantipäätöstä koskevia yleisiä säännöksiä eikä 9:3:n mukaista osakkeenomistajan merkintäetuoikeutta osakkeisiin. OYL 9:2 ilmentää yhtiöoikeudellista lähtökohtaa, jonka mukaan osakeannista päättäminen kuuluu yhtiökokouksen yksinomaiseen toimivaltaan tai edellyttää yhtiökokouksen hallitukselle antamaa valtuutusta. OYL 9:3 puolestaan turvaa osakkeenomistajien merkintäetuoikeuden osakeannissa annettaviin osakkeisiin samassa suhteessa kuin heillä ennestään on yhtiön osakkeita. Merkintäetuoikeus on osakkeenomistajien keskeinen suojamekanismi omistuksen dilutoitumista vastaan, sillä se takaa kullekin osakkeenomistajalle mahdollisuuden säilyttää suhteellinen omistusosuutensa yhtiössä.⁸⁰

Konversiosaneerauksessa näistä säännöksistä poikkeaminen merkitsee, ettei osakeannista tarvita enää yhtiökokouksen päätöstä eikä OYL:n mukaista osakeantivaltuutusta. Konversiosaneerausta koskevaa päätöstä tehtäessä ei myöskään tarvitse noudattaa OYL:n mukaisia yhtiökoukouskutsun ja kokousasiakirjojen lähettämistä ja nähtävänä pitämistä koskevia säännöksiä. Poikkeus osakkeenomistajien merkintäetuoikeuteen perustuu konversiosaneerauksen toteuttamisen edellytykseen siitä, että osakeanti suunnataan nimenomaisesti velallisyhtiön velkojille. Lainsäätäjä on lähtenyt siitä lähtökohdasta, että konversiosaneerauksen toteuttaminen täyttää OYL 9:4:ssä tarkoitetun painavan taloudellisen syyn vaatimuksen.⁸¹

YSL 3 a.1 §:n 2 kohdan mukaan konversiosaneerauksessa ei sovelleta OYL 9:4:n 2 eikä 3 momentteja. OYL 9:4.2 sisältää suunnatun osakeannin yhtiöoikeudellista päätöksentekomenettelyä koskevat säännökset, joiden mukaan suunnatusta osakeannista päättäminen edellyttää yhtiökoukoksessa vähintään kahden kolmasosan määräänemmistöä annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista. Tämä korotettu enemmistövaatimus suojaa osakkeenomistajia merkintäetuoikeudesta poikkeamisen vaikutuksilta.⁸² OYL 9:4.3 puolestaan koskee sellaista merkintäoikeusantia, jossa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poiketaan, mutta joka ei konversiosaneerauksessa tule muutenkaan kyseeseen.

⁸⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2025, 9 luku. Osakeanti.

⁸¹ HE 153/2025 vp, s. 113–114. Vaikka konversiosaneerauksessa poiketaankin osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta, sovelletaan siinä toteutettavan suunnatussa osakeannissa muita OYL 9:4.1:n mukaisia suunnatun osakeannin edellytyksiä. Tämä tarkoittaa, että arvioitaessa suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä, on erityistä huomiota kiinnitettävä osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen. Hallituksen esityksessä on kuitenkin lähdetty siitä, että maksutonkin osakeanti saattaisi tulla kyseeseen osakelajeja yhdistettäessä sellaisissa tilanteissa, joissa osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu toteutetaan suorittamalla kalleimman osakelajin haltioille hyvitystä maksuttomien osakkeiden muodossa.

⁸² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2025, 9 luku. Osakeanti.

YSL 3 a.1 §:n 3 kohdassa puolestaan säädetään poikkeuksesta OYL 9:5:ään, joka sisältää maksullista osakeantia koskevan päätöksen sisältövaatimukset. OYL 9:5 edellyttää, että osakeanti päätöksestä ilmenee muun ohessa annettavien osakkeiden lukumäärä, merkintähinta ja merkintäaika, ja säännöksen tarkoituksena on turvata osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien tiedonsaantioikeus osakeannin ehdoista. Maksullista osakeantia koskevan päätöksen sisältöä koskevien OYL:n säännösten soveltaminen ei tule konversiosaneerauksessa tarpeelliseksi, sillä suunnatun osakeannin sisältö ehtoineen tulee ilmetä saneerausohjelmassa YSL 42 a §:n mukaisesti.⁸³ Koska konversiosaneerauksessa saneerausohjelma korvaa yhtiökokouksen päätöksen suunnatusta osakeannista, poiketaan tarkoituksenmukaisuussyistä YSL 3 a.1 §:n 4 kohdan mukaan osakeanti päätöksen rekisteröintiä koskevasta OYL 9:7.1:stä. OYL 9:7.1 edellyttää osakeanti päätöksen rekisteröintiä kaupparekisteriin. Konversiosaneerauksessa tämä rekisteröintivaatimus on korvattu saneerausohjelman vahvistamista ja sen jälkeistä rekisteröintiä koskevilla säännöksillä.⁸⁴

YSL 3 a.1 §:n 5 kohdassa puolestaan säädetään poikkeuksesta OYL 9:10.2:iin, jonka mukaan osakkeen merkintähinta voidaan kuitata velallisyhtiöltä olevalla saamisella ainoastaan hallituksen suostumuksella. Merkintähinnan maksamiseen liittyvä järjestely käy nimittäin ilmi saneerausohjelmasta, jossa konvertoitavan saatavan ja merkintähinnan välinen suhde on asianmukaisesti selvitetty, minkä vuoksi kyseisen OYL:n säännöksen soveltaminen olisi tarpeetonta. YSL 3 a.1 §:n 6 kohdassa säädetään taas poikkeuksesta OYL 9:17:ssa säädettyyn, maksutonta osakeantia koskevan päätöksen sisältövaatimukseen ja YSL 3 a.1 §:n 7 kohdan mukaisesti konversiosaneerauksessa poiketaan niin ikään OYL 9:18.1:stä, joka edellyttää maksuttoman osakeannin rekisteröintiä kaupparekisteriin. Konversiosaneerauksessa nämä sisältö- ja rekisteröintivaatimukset korvataan saneerausohjelman sisältövaatimuksia ja rekisteröintiä koskevilla YSL:n säännöksillä.⁸⁵

Lisäksi YSL 3 a.1 §:n 8 kohdan mukaisesti konversiosaneerauksessa poiketaan myös eräistä OYL 10 luvun mukaisista, optio- ja muiden erityisten oikeuksien antamista koskevista säännöksistä. OYL 10 luku sisältää säännökset optio-oikeuksien ja muiden osakkeisiin oikeuttavien erityisten oikeuksien antamisesta ja sen mukaan näiden oikeuksien antamisesta päättää lähtökohtaisesti yhtiökokous tai hallitus yhtiökokouksen valtuutuksen nojalla. Konversiosaneerauksessa näistä

⁸³ HE 153/2025 vp, s. 114.

⁸⁴ HE 153/2025 vp, s. 114. Selvittäjä tai saneerausohjelmalle nimetty valvoja vastaa konversiosaneerauksessa saneerausohjelmaan perustuvan osakeannin rekisteröinnistä kaupparekisteriin.

⁸⁵ HE 153/2025 vp, s. 114–115.

säännöksistä poikkeaminen mahdollistaa myös erityisten oikeuksien käytön velkakonversion toteuttamiseksi. Käytännössä tämä merkitsee sitä, että saneerausohjelmassa voidaan määrätä annettavaksi erityisiä oikeuksia, jotka oikeuttavat velkojia merkitsemään uusia osakkeita tai yhtiön itse omistamia osakkeita velallisyhtiöltä olevia saataviaan vastaan. Yhtiökokouksen päätöstä ei siten edellytetä myöskään tällaisten erityisten oikeuksien antamiseksi.⁸⁶

YSL 3 a §:n 2 momentissa säädetään poikkeuksista yhtiöjärjestyksen muuttamista koskevien OYL:n säännösten soveltamiseen. OYL 5:30.1 sisältää yhtiöjärjestyksen muuttamista koskevan päätöksentekomenettelyn, jonka mukaan yhtiöjärjestyksen muuttamisesta päättää yhtiökokous vähintään kahden kolmasosan määräenemmistöllä annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista. Tämä korotettu enemmistövaatimus suojaa osakkeenomistajia yhtiön perusrakenteeseen kohdistuvilta muutoksilta.⁸⁷ Konversiosaneerauksessa voidaan OYL 5:30.1:n estämättä päättää yhtiöjärjestyksen muuttamisesta uusien erilaisten osakkeiden antamiseksi – siis velkakonversion toteuttamiseksi. Konversiosaneerauksessa nimittäin saneerausohjelman hyväksymistä ja vahvistamista koskeva päätöksenteko korvaa yhtiökokouksen päätöksen yhtiöjärjestyksen muuttamisesta.⁸⁸ Tähän saneerausohjelman hyväksymistä ja vahvistamista koskevaan päätöksentekoon osallistuvat myös osakkeenomistajat jäljempänä ilmenevien, uusien säännösten mukaisesti.

YSL 3 a.2 §:n 2 kohdan nojalla konversiosaneerauksessa voidaan puolestaan päättää OYL 5:28:n estämättä yhtiöjärjestyksen muuttamisesta siten, että osakelajeja yhdistetään tai koko osakelajin oikeudet muuten vähenevät. OYL 5:28:n mukaan yhtiöjärjestyksen muuttaminen siten, että osakelajin tuottamat oikeudet vähenevät, edellyttää paitsi OYL 5:30:n mukaista yhtiökokouksen määräenemmistöpäätöstä, myös kyseisen osakelajin osakkeenomistajien enemmistön kannatusta ja osakelajikohtaista määräenemmistöä. Mielekäs velkakonversion toteuttaminen saattaa kuitenkin edellyttää velallisyhtiön osakerakenteen muuttamista ja aiemmassa saneerauskäytännössä velkakonversio onkin tyyppitapauksissa toteutettu siten, että ennen suunnatun osakeainin järjestämistä velallisyhtiön erilaiset osakkeet muunnetaan samanlaisiksi. Kyse on näin vaikiintuneen saneerauskäytännön sisällyttämisestä lakiin. Konversiosaneerauksessa toteutettava

⁸⁶ HE 153/2025 vp, s. 115. Optio- ja muita erityisiä oikeuksia koskevat poikkeukset ovat samansisältöiset osakeantia koskevien poikkeuksien kanssa niitä koskevan päätöksenteon, päätöksen sisällön ja rekisteröinnin osalta.

⁸⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2025, 5 luku. Yhtiökokous.

⁸⁸ HE 153/2025 vp, s. 116. OYL 5:30.1:n mukaan yhtiöjärjestyksen muuttamisesta päättää yhtiökokous.

päätöksenteko osakelajin oikeuksien muuttamisesta poikkeaa OYL 5:28:n mukaisesta päätöksentekomenettelystä siten, ettei näiden oikeuksien muuttaminen edellytä osakelajien osakkaiden enemmistön kannatusta eikä osakelajikohtaista määräenemmistöä.⁸⁹

YSL 3 a §:ssä säädetyistä poikkeuksista huolimatta konversiosaneerauksessa ei kuitenkaan poiketa OYL 1:7:n mukaisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta. OYL 1:7:n mukaan ”*kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.*” Yhdenvertaisuusperiaate suojaa erityisesti vähemmistöosakkeenomistajia enemmistövallan väärinkäytöltä. Muiden vähemmistöä suojaavien säännösten ohella yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena on luoda uskottava suojajärjestelmä sellaisille sijoittajille, jotka eivät saavuta määräysvaltaa yhtiössä sijoituksensa perusteella.⁹⁰ Konversiosaneerauksessa tämä tarkoittaa ensi kädessä sitä, ettei toteutettavalla suunnatulla osakeannilla tai muulla järjestelyllä saa tuottaa velallisyhtiön osakkeenomistajille epäoikeutettua etua velallisyhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Lainsäätäjä on kuitenkin katsonut, ettei velallisyhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn edellyttämä suunnattu osakeanti velkakonversion toteuttamiseksi rikkoisi yhdenvertaisuusperiaatetta, kunhan huomiota kiinnitetään asianmukaisesti osakkeen merkintähinnan ja sen käyvän arvon suhteeseen sekä siihen, että velkojan saatavalla, joka merkintähinnan maksuun käytetään, on tätä merkintähintaa vastaava arvo velallisyhtiölle. Tällöin myöskään se, että sekä velkojan että osakkeenomistajan asemassa oleva taho käyttää saneerausohjelman mukaista merkintäoikeuttaan, ei taistele yhdenvertaisuusperiaatetta vastaan.⁹¹

3.2 Saneerausohjelmaehdotuksen laatiminen

YSL 40 §:ssä säädetään saneerausohjelmaehdotuksen laatimisesta ja sen toimittamisesta tuomioistuimelle annetussa määräajassa. Pykälän 2 momentin mukaan selvittäjän on neuvoteltava velallisen ja velkojatoimikunnan sekä tarpeen vaatiessa myös velkojien kanssa. 2 momenttiin lisättiin myös uusi konversiosaneerausta koskeva määräys, jonka myötä selvittäjän tulee neuvo-

⁸⁹ HE 153/2025 vp, s. 116.

⁹⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2025, 1 luku. Osakeyhtiön toiminnan keskeiset periaatteet ja lain soveltaminen.

⁹¹ HE 153/2025 vp, s. 116–117. Konversiosaneerauksessa ei voida päättää mistä tahansa yhtiöoikeudellisista järjestelyistä; esimerkiksi yhtiön sulautumista, jakautumista ja kotipaikan siirtoa koskevista järjestelyistä määrääminen saneerausohjelmassa ei käy päinsä.

tella ohjelmaehdotusta laatiessaan edellä mainittujen tahojen lisäksi myös velallisyhtiön osakkeenomistajien kanssa.⁹² Kyse on tavallaan itsestäänselvydestä, sillä konversiosaneerauksessa osakkeenomistajien asema saneerausohjelman valmistelussa rinnastuu hyvin pitkälti velkojien asemaan. Lisäys on kuitenkin perusteltu, sillä konversiosaneerauksessa saneerausohjelma vaikuttaa suoraan osakkeenomistajien asemaan ja neuvotteluelvoitteen ulottaminen osakkeenomistajiin vahvistaa heidän menettelyllistä oikeussuojaansa sellaisessa poikkeuksellisessa tilanteessa, jossa heidän omistuksensa saattaa dilutoitua merkittävästikin toteutettavan velkakonversion seurauksena.⁹³ Käytännössä säännös ilmentää sitä monipuolistunutta keinojen valikoimaa, joita saneerausohjelmassa voidaan uuden sääntelyn myötä hyödyntää.⁹⁴

Kuten jo edellä on käynyt ilmi, saneerausohjelman toimenpideoosan sisältövaatimuksista säädetään YSL 42 §:ssä. Konversiosaneerauksessa toimenpideosassa tulee yksilöidä YSL 42 §:n mukaisten sisältövaatimusten lisäksi velkakonversion toteuttamiseksi tarpeelliset toimenpiteet ja järjestelyt, eli annettaviin osakkeisiin ja optio- tai muihin erityisiin oikeuksiin liittyvät tiedot. Näistä sisältövaatimuksista säädetään kokonaan uudessa YSL 42 a §:ssä. Konversiosaneerauksessa saneerausohjelman toimenpideosaan tulee siten sisällyttää sekä YSL 42 §:ssä että YSL 42 a §:ssä edellytetyt tiedot. Sääntelyratkaisun tavoitteena on varmistaa, että saneerausmenettelyn asianosaiset ja tuomioistuimien saavat riittävät tiedot velkakonversion toteuttamiseen liittyvien järjestelyjen ja toimenpiteiden sisällöstä ja ehdoista.⁹⁵

Uuden YSL 42 a §:n 1 momentin mukaan konversiosaneerauksessa laaditussa saneerausohjelmassa on siis määrättävä velallisyhtiön osakkeiden taikka optio- tai muiden erityisten oikeuksien antamisesta sekä siitä, tullaanko saneerauksessa muuttamaan velallisyhtiön yhtiöjärjestystä tai mitätöimään sen osakkeita. YSL 42 a §:n 2 momentissa säädetään siitä, mitä ohjelmasta täytyy ilmetä annettavien osakkeiden osalta ja YSL 42 a §:n 3 momentissa siitä, mitä tietoja annettavista optio- tai muista erityisistä oikeuksista täytyy ohjelmasta käydä ilmi. Nämä sisältövaatimukset vastaavat pitkälti niitä tietoja, jotka yhtiökokouksen päätösehdotuksesta ja päätöksestä suunnatusta osakeannista, optio- tai muiden erityisten oikeuksien antamista koskevasta päätöksestä ja yhtiöjärjestyksen muuttamisesta tulee OYL:n säännösten mukaan ilmetä.⁹⁶

⁹² HE 153/2025 vp, s. 117.

⁹³ Muotoilu ”tarpeen mukaan” jättää neuvottelujen laajuuden ja toteuttamisen selvittäjän tapauskohtaisen harkinnan varaan.

⁹⁴ Ks. Työryhmän mietintö s. 113.

⁹⁵ HE 153/2025 vp, s. 117–118.

⁹⁶ HE 153/2025 vp, s. 118.

YSL 42 a §:n 2 momentin mukaan konversiosaneerauksessa annettavien osakkeiden osalta ohjelmasta on ensinnäkin käytävä ilmi annettavien osakkeiden lukumäärä tai niiden osakelajikohtainen enimmäismäärä sekä se, annetaanko saneerauksessa kokonaan uusia vai velallisyhtiön hallussa olevia osakkeita. Ohjelmassa on myös määrättävä siitä, kenellä on oikeus näitä osakkeita merkitä ja millä perusteella sekä osakkeen merkintähinta ja sen määräytymisen perusteet. Luonnollisesti ohjelmasta on käytävä myös ilmi osakkeiden merkintä- ja maksuaika. Nämä YSL 42 a §:n 2 momentin mukaiset, saneerausohjelman toimenpideosaan sisällytettävät tiedot vastaavat sisällöltään OYL 9:5:n mukaisia maksullista osakeantia koskevan päätöksen sisältövaatimuksia.⁹⁷

YSL 42 a §:n 3 momentissa säädetään puolestaan konversiosaneerauksessa annettavien optio- tai muiden erityisten oikeuksien osalta ohjelmaan sisällytettävistä tiedoista ja nämä säännökset vastaavat sisällöltään pitkälti edellä mainittuja, ohjelmaan sisällytettäviä, annettavia osakkeita koskevia tietoja. Huomionarvoista on, että optio- ja muiden erityisten oikeuksien erityisluonteen takia niitä voidaan myös antaa kokonaan vastikkeetta, joskin näiden oikeuksien nojalla tapahtuva osakeanti on aina maksullinen.⁹⁸ Mikäli konversiosaneerauksessa on muutettava yhtiöjärjestystä tai mitätöitävä vanhojen osakkeenomistajien osakkeita, tulevat YSL 42 a §:n 4 ja 5 momentit sovellettavaksi. Näihin toimenpiteisiin liittyvät tiedot tulee nimittäin ilmetä saneerausohjelmasta.

Uusi 42 a § ilmentää siten konversiosaneerausta koskevan sääntelyn *lex specialis* luonnetta OYL:iin nähden, sillä pykälä korvaa OYL 9:5 ja 10:3:n mukaiset yhtiökokouksen päätöksen sisältöä koskevat vaatimukset sisällöltään vastaavilla, saneerausohjelman sisältöä koskevilla vaatimuksilla. Yhtiökokouksen päätöksen sisältövaatimukset ikään kuin siirretään saneerausohjelman sisältövaatimuksiksi konversiosaneerauksessa, mikä osaltaan takaa asianosaisten tiedonsaantioikeuden toteutumisen menettelyn aikana.

YSL 72 §:ssä määrätään niistä toimista, joihin selvittäjän tulee ryhtyä sen jälkeen, kun saneerausohjelmaehdotus on toimitettu käräjäoikeudelle. Selvittäjän tulee viipymättä huolehtia ohjelmaehdotuksen tiedoksiannosta asianosaisille ja samalla ilmoitettava, mihin mennessä mahdolliset ohjelmaehdotusta koskevat väitteet ja lausumat on toimitettava selvittäjälle tuomioistuimen asettamien määräaikojen mukaan. Konversiosaneerauksia varten pykälään lisättiin uusi 2 momentti, jonka mukaan selvittäjä voi huolehtia tästä edellä mainitusta tiedoksiannosta velallisyh-

⁹⁷ HE 153/2025 vp, s. 118–119.

⁹⁸ Ks. HE 153/2025 vp, s. 119. 3 momentin määräykset vastaavat OYL 10:3:n mukaisia, optio- ja muita erityisiä oikeuksia koskevan yhtiökokouksen päätöksen sisältövaatimuksia.

tiön osakkeenomistajille siten kuin kutsu ja kokousasiakirjat velallisyhtiön yhtiökokoukseen toimitetaan.⁹⁹ OYL 5:20:n mukaan jokaiselle osakkeenomistajalle, jonka osoite on yhtiön tiedossa, on lähetettävä kirjallinen kokouskutsu, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. YSL:n sääntelyratkaisun tarkoituksena on ottaa huomioon, että ohjelmaehdotuksen tiedoksiannottapa saattaa vaihdella tapauskohtaisesti velallisyhtiön koosta ja osakkaiden määrästä riippuen. Toisaalta säännös mahdollistaa tiedoksiannossa jo ennestään velallisyhtiössä käytössä olevien viestintämenetelmien hyödyntämisen, jolloin velallisyhtiön sisäiseen viestintään ei tarvitse saneerausliittännäisissä asioissa käyttää kokonaan uusia tiedoksiannottotapoja.¹⁰⁰

3.3 Saneerausohjelmaehdotuksen hyväksyminen ja vahvistaminen

3.3.1 Saneerausohjelman vahvistaminen pääpiirteittäin

Kun saneerausohjelmaehdotus on annettu käräjäoikeudelle, tarkistaa tuomioistuin alustavasti, täyttääkö ohjelmaehdotus sille YSL 41 ja 42 §:ssä säädetyt vähimmäisvaatimukset. Kun ehdotus on vahvistettu muodolliselta sisällöltään asianmukaiseksi, varataan asianosaisille YSL 74 §:n mukaisesti tilaisuus saneerausvelkoja koskevien väitteiden sekä YSL 76 §:n mukaisesti ohjelmaehdotusta koskevan lausuman antamiseen.¹⁰¹ Tämän jälkeen tuomioistuin voi vahvistaa saneerausohjelman, mikäli edellytykset vahvistamiselle täyttyvät. Saneerausohjelma voidaan vahvistaa ilman äänestysmenettelyä yksimielisesti, mikäli kaikki tunnetut velkojat tähän suostuvat (YSL 50 §). Ohjelma voidaan vahvistaa myös ryhmäenemmistöjen suostumuksella, jolloin vahvistaminen tapahtuu äänestysmenettelyn kautta (YSL 51 §). Äänestysmenettelyä varten velkojat jaetaan ryhmiin heidän saataviensa laadun perusteella. Saneerausohjelma voidaan myös tietyin edellytyksin pakkovahvistaa, ilman kaikkien ryhmäenemmistöjen suostumustakin (YSL 54 §). Lisäksi YSL 92 §:ssä on mahdollistettu saneerausohjelman nopea vahvistaminen.¹⁰²

⁹⁹ HE 153/2025 vp, s. 127–128.

¹⁰⁰ Työryhmän mietintö s.115.

¹⁰¹ Koskelo 1995, s. 297. Ks. Myös Koulu 1995, s. 89–90. Ohjelmaehdotuksen mukaiset saneerausvelat riitautetaan väitteellä, joka tyypillisesti koskee ehdotukseen virheellisesti sisällytetyn saneerausvelan määrää tai perustetta. Ohjelmaehdotusta koskevat lausumat puolestaan kohdistetaan ehdotuksen muuhun sisältöön.

¹⁰² Ks. Ovaska 1993, s. 184 ja Koskelo 1995, s. 198. Epäselviksi jääneiden saatavien osalta tuomioistuin antaa väliaikaisratkaisun siitä, minkä suuruisena saatava otetaan huomioon saneerausohjelmassa.

Lopullisen saneerausohjelmaehdotuksen¹⁰³ saatuaan tuomioistuin päättää, miten velkojat jaetaan ryhmiin ja mitkä velkojaryhmät ovat ylipäätään äänivaltaisia. Velkojaryhmäjako on merkityksellinen äänestysmenettelyä silmällä pitäen; äänestystulos nimittäin lasketaan velkojaryhmittäin.¹⁰⁴ YSL 51.3 §:n mukaan velkojat jaetaan seuraavan jaottelun mukaisesti ryhmiin:

”1) vakuusvelkojat;

2) velkojat, joilla on vakuutena yrityskiinnitys;

3) muut kuin vakuusvelkojat niin, että näistä oman ryhmänsä muodostavat velkojat, joiden saatavat voidaan periä ilman tuomiota tai päätöstä niin kuin verojen ja maksujen perimisestä ulosottoin annetussa laissa säädetään;

4) velkojat, joiden saatavat ovat velkojien maksunsaantijärjestyksestä annetun lain 6 §:n mukaan viimeksi suoritettavia, omiin ryhmiinsä saatavien keskinäisen järjestyksen mukaan.”

Pääjaottelu tehdään siten sen mukaan, onko velkojalla vakuussaattava, tavallinen saatava vai viimesijainen saatava. Koska ryhmäjako tehdään velkatyypikohtaisesti, yksittäinen velkoja voi kuulua samanaikaisesti useampaan eri velkojaryhmään saataviensa perusteella. Äänivalta kulloisenkin velkojaryhmän sisällä määräytyy YSL 52.1 §:n mukaan lähtökohtaisesti velkojan saatavan suuruuden mukaan ja äänestystulos puolestaan määräytyy sen mukaan, onko velkojaryhmän sisäisesti saavutettu kulloinkin vaadittu määräenemmistö.¹⁰⁵

Saneerausohjelma voidaan vahvistaa neljällä eri tavalla; yksimielisesti (YSL 50 §), ryhmäenemmistöjen suostumuksella (YSL 51 §), ilman kaikkien ryhmäenemmistöjen suostumusta (pakko-vahvistaminen, YSL 54 §) sekä nopeaa saneerausohjelman vahvistamista koskevan säännösten mukaisesti. YSL 50 §:ssä säädetään saneerausohjelman yksimielisestä vahvistamisesta. Sen mukaan saneerausohjelma voidaan vahvistaa, mikäli kaikki tunnetut velkojat tähän suostuvat. Kun ohjelma vahvistetaan yksimielisesti, ei tuomioistuin tutki velkajärjestelyjen sisältöä velkojien suojan kannalta, mikä saattaa johtaa siihen, että velkojan asema jää heikommaksi, kuin mitä YSL muuten edellyttäisi.¹⁰⁶ Velkojien sopimusvapaus saneerausohjelman yksimielisen vahvistamisen

¹⁰³ Ehdotus on tässä merkityksessä lopullinen silloin, kun saneerausveloista tehty riitautukset on ratkaistu ja selvittäjällä on ollut tilaisuus ottaa ohjelmaehdotuksen sisältöä koskevat lausumat huomioon. Ks. Koulu 1995, s. 171.

¹⁰⁴ Ks. Mm. Koskelo 1995, s. 309 ja Ovaska 1993, s. 185.

¹⁰⁵ Koskelo 1995, s. 310. Ks. Myös Ovaska 1993, s. 185. YSL 52.2 §:ssä säädetään kuitenkin eräistä äänivaltaa vailla olevista velkojaryhmistä. Näihin velkojaryhmiin luetaan mm. velkojat, jotka saavat täyden suorituksen saatavalleen viimeistään kuukauden kuluttua ohjelman vahvistamisesta, velkojat, joiden oikeusasema ei ohjelman vuoksi muutu tai se muuttuu vain siten, että ennen saneerausmenettelyn alkua tapahtunut maksuviivästys oikaistaan velan ehtojen säilyessä entisinä sekä viimesijaisten saatavien velkojat, jos paremmalla oikeudella olevien saatavien velkojien oikeusasema heikkenisi.

¹⁰⁶ Ks. Ovaska 1993, s. 189 ja Koskelo 1995, s. 317.

osalta ei kuitenkaan ole ehdoton, sillä tuomioistuimen on YSL 50.2 §:n nojalla *ex officio* suojattava muiden kuin velkojien oikeuksia. Yksimielisestikään saneerausohjelmaa ei voida vahvistaa, mikäli se mm. loukkaisi muiden kuin velkojien oikeutta tai oikeutettua etua taikka on näiden kannalta kohtuuton (YSL 53.1 §:n 1 kohta). Lisäksi ohjelmaa ei voida vahvistaa, mikäli on perusteltu syy olettaa, ettei ohjelman toteuttamiselle ole edellytyksiä (YSL 53.1 §:n 2 kohta).¹⁰⁷

Saneerausohjelma voidaan vahvistaa myös äänivaltaisten velkojaryhmien enemmistöjen suostumuksella. Kaikessa yksinkertaisuudessaan tämä tarkoittaa YSL 52.1 §:n mukaan sitä, että kustakin velkojaryhmästä ohjelman hyväksymistä on puoltanut enemmän kuin puolet äänestykseen osallistuneista velkojista. Lisäedellytyksenä puoltajien yhteenlaskettujen saatavien tulee kattaa yli puolet kulloisenkin velkojaryhmän äänestykseen osallistuneiden velkojien saatavien kokonaismäärästä. Vahvistaminen vaatii siten yksinkertaisen enemmistön niin velkojien lukumäärän kuin heidän saataviensa euromääränkin osalta.¹⁰⁸

Saneerausohjelman vahvistamisen esteistä säädetään YSL 53 § ja 55 §:ssä. Hallituksen esityksen HE 182/1992 vp perusteluista ilmenee, että esteperusteiden huomioon ottaminen on lähtökohdaisesti väitteenvaaraista, eikä tuomioistuin siten tutki niitä *ex officio*.¹⁰⁹ Esteen saneerausohjelman vahvistamiselle ryhmäenemmistöjen suostumuksesta huolimatta muodostavat seuraavat, YSL 53 §:n mukaiset esteperusteet:

- ”1) ohjelman sisältö loukkaa velallisen, velallisyrittäjän yhtiömiehen tai osakkeenomistajan taikka sivullisen oikeutta tai oikeutettua etua taikka on tämän kannalta kohtuuton;*
- 2) ei ole esitetty riittävää selvitystä siitä, että ohjelman toteuttamiselle on edellytykset;*
- 3) ohjelman sisältö ei hyväksymistä vastaan äänestäneen velkojan osalta ole 44 §:n mukainen tai täytä 46 §:ssä tarkoitettua yhdenvertaisuuden vaatimusta;*
- 4) ohjelman sisältö ei hyväksymistä vastaan äänestäneen vakuusvelkojan osalta täytä 45 §:ssä asetettuja vaatimuksia;*
- 5) ohjelman hyväksymistä vastaan äänestänyt muu velkoja saattaa todennäköiseksi, että hänelle ohjelman mukaan tuleva suoritus olisi arvoltaan pienempi kuin mitä hän saisi velallisen konkurssissa ilman 32 §:n 2 momentin soveltamista; tai*
- 6) ohjelmaan sisältyy velallisyrittäjän, sen liiketoiminnan tai varallisuuden taikka näiden osan luovutus toiminnallisena kokonaisuutena ja ohjelman hyväksymistä*

¹⁰⁷ Ks. HE 182/1992 vp, s. 91–92 ja Koskelo 1995, s. 317.

¹⁰⁸ Koskelo 1995, s. 319–302 ja HE 182/1992 vp, s. 93–94. Äänestystulosta laskettaessa otetaan huomioon ainoastaan ne velkojat saatavineen, jotka ovat *de facto* osallistuneet äänestykseen.

¹⁰⁹ Ks. HE 182/1992 vp, s. 94 ja Koulu 1995, s. 239.

vastaan äänestänyt velkoja saattaa todennäköiseksi, että ohjelman mukainen luovutus johtaa tulokseen, joka on taloudellisesti epäedullisempi kuin mitä voitaisiin saavuttaa muulla tavoin.”

Lisäksi ohjelmaehdotuksen sisältöön liittyvät muodolliset puutteet ja toisaalta menettelyvirheet voivat muodostaa YSL 55 §:n nojalla esteen ohjelman vahvistamiselle. Lisäksi esteen ohjelmaehdotuksen vahvistamiselle aiheuttaa lainvastainen tai sopimaton menettely ohjelmaehdotusta laadittaessa tai käsiteltäessä.¹¹⁰

YSL 54 §:ssä säädetään myös saneerausohjelman pakkovahvistamisesta, siis ohjelman vahvistamisesta ilman kaikkien määräenemmistöjen suostumustakin.¹¹¹ Ehdotus saattaa nimittäin olla vahvistamiskelpoinen, vaikka kaikissa velkojaryhmissä ei olisikaan saavutettu määräenemmistöä ohjelmaehdotuksen tueksi. Pakkovahvistustilanteissakin vaaditaan tietty vähimmäiskannatus velkojien keskuudessa. Velkojaryhmäkohtainen määräenemmistö täytyy YSL 54.1 §:n 2 kohdan mukaan saavuttaa vähintään yhdessä velkojaryhmässä ja kaikkien puolesta äänestäneiden velkojien saatavien tulee edustaa vähintään viidesosaa kaikkien tunnettujen velkojien saatavista.

Pakkovahvistaminen edellyttää niin ikään, ettei vahvistamiselle ole YSL 53 § tai 55 §:ssä tarkoitettua estettä. Samat esteperusteet pätevät näin vahvistettaessa ohjelma sekä ryhmäenemmistöjen suostumuksella että ilman kaikkien ryhmäenemmistöjen suostumustakin.¹¹² Pakkovahvistustilanteissa on hyvinkin mahdollista, että pienenkin velkojien vähemmistön hyväksyntä saattaa johtaa ohjelman vahvistamiseen varsinkin, kun otetaan huomioon eräiden velkojaryhmien jääminen äänioikeudetta.¹¹³

Yksimielisen, ryhmäenemmistöjen suostumuksella ja pakkovahvistamisen lisäksi saneerausohjelma voidaan vahvistaa YSL 92 §:n mukaisesti myös ilman äänestystä, nopean saneerausohjel-

¹¹⁰ Ks. Koskelo 1995, s. 324–325.

¹¹¹ Koulou 1995, s. 302. Pakkovahvistaminen on katsottu tarpeelliseksi, sillä velkojien päätöksenteko saattaa olla epärationaalista. YSL rakentuu nimittäin ajatukselle vahvistamisharkinnan kaksivaiheisuudesta; tuomioistuin tutkii *ex officio*, ovatko edellytykset ohjelman vahvistamiselle olemassa, kun toisaalta enemmistövahvistamisessa justifikaatio saadaan enemmistön kannatuksesta. Pakkovahvistaminen perustuu näin ajatukselle siitä, että tuomioistuin kykenee velkojia paremmin arvioimaan velallisyhtiön tilaa.

¹¹² Ks. Koskelo 1995 s. 325–327 ja Ovaska 1993, s. 190–191. Pakkovahvistustilanteissa on myös muutamia YSL 54 §:ssä mainittuja edellytyksiä jo mainittujen lisäksi. Pakkovahvistaminen ei käy päinsä, mikäli joku velkojista saa ohjelman mukaan sellaista etua, joka ylittää arvoltaan tämän saatavan määrän. Lisäksi pakkovahvistamisen edellytyksenä on, että mikäli velkojille kertyy ohjelman mukaan suorituksia yli YSL:n määrittämän vähimmäistason, edun on jakauduttava velkojaryhmien kesken kohtuullisella tavalla. Myöskään vastaan äänestänyttä velkojaa huonommalla etuoikeudella olevalle velkojalle ei saa ohjelmassa tulla suoritusta.

¹¹³ Koskelo 1993, s. 191.

man vahvistamista koskevien säännösten puitteissa. Tällöin saneerausohjelma on vahvistettavissa käytännössä ainoastaan velallisyhtiön suurimpien velkojien tuella.¹¹⁴ Saneerausohjelman nopea vahvistaminen edellyttää, että saneerausohjelma toimitetaan tuomioistuimelle, jolle on saatu kirjallinen hyväksyntä velallisyhtiön suurimmilta velkojilta, minkä lisäksi tuomioistuimelle tulee toimittaa velallisyhtiön edustajan kirjallinen lausuma sekä selvitys siitä, että ohjelmaehdotus on asianmukaisesti toimitettu niille velkojille tiedoksi, jotka eivät ole saneerausohjelmaehdotusta hyväksyneet ja heille on varattu mahdollisuus lausua ehdotuksesta. Tuomioistuimelle toimitetaan luonnollisesti myös ohjelman vahvistamista vastustavien velkojien mahdolliset kirjalliset lausumat.¹¹⁵

Kirjallinen hyväksyntä on YSL 92.1 §:n mukaan saatava kaikilta velkojilta, joiden saatava on vähintään kymmenen prosenttia velallisyhtiön velkojen kokonaismäärästä ja ohjelman hyväksymiselle täytyy saada vähintään 70 prosentin kokonaiskannatus. Vaihtoehtoisesti saneerausohjelma voidaan vahvistaa entistäkin pienemmän velkojaenemmistön tuella sellaisissa tilanteissa, kun velallisyhtiön tulee ohjelmaehdotuksen mukaan maksaa vähintään 25 prosenttia kunkin velkojan saatavan kokonaismäärästä viimeistään vuoden kuluessa saneerausohjelman vahvistamisesta. Tällöinkin hyväksyntä on saatava niiltä velkojilta, joiden saatava on vähintään kymmenen prosenttia velallisyhtiön velkojen kokonaismäärästä, mutta tällöin vaaditaan ainoastaan 60 prosentin kokonaiskannatus.¹¹⁶

3.3.2 Vahvistaminen yksimielisesti

Saneerausohjelma voidaan siis vahvistaa neljällä eri tavalla; yksimielisesti, ryhmäenemmistöjen suostumuksella, ilman kaikkien ryhmäenemmistöjen suostumusta (pakkovahvistaminen) sekä nopean vahvistamisen säännöksiä noudattaen. YSL 50 §:ssä säädetään saneerausohjelman yksimielisestä vahvistamisesta ja siihen lisättiin uusi, konversiosaneerausta koskeva 3 momentti, jonka mukaan saneerausohjelma voidaan kyseisen pykälän nojalla vahvistaa konversiosaneerauksessa, mikäli kaikkien velkojien ohella myös kaikki velallisyhtiön osakkeenomistajat tähän suostuvat. Mikäli ohjelma konversiosaneerauksessa siis vahvistetaan yksimielisesti, voi se poiketa sisällöltään paitsi saneerausvelkojien, mutta myös velallisyhtiön osakkeenomistajien asemaa koskevista säännöksistä. Tällöin osakkeenomistajien suojaksi säädettyjen esteperusteiden

¹¹⁴ HE 152/2006 vp, s. 73.

¹¹⁵ Koulun 2007, s. 243–244. Koska saneerausohjelman nopeassa vahvistamisessa ohjelmaehdotuksen alkukäsittely ja saneerausvelkojen riitautus jäävät kokonaan toteuttamatta, joutuu tuomioistuin tutkimaan saneerausohjelman lainmukaisuuden *ex officio*. Saneerausohjelmaa ei saa tällöinkään vahvistaa, mikäli se loukkaa velkajärjestelyn periaatteita tai sille on olemassa YSL:ssä tarkoitettu este.

¹¹⁶ HE 251/2022 vp, s. 86–87.

soveltaminen ei ole tarpeen, koska kaikilta osakkeenomistajilta on saatu suostumus ohjelman vahvistamiseksi.¹¹⁷

Ohjelman yksimielinen vahvistaminen ilmentää sopimusvapauden periaatetta konversiosaneerauksessa. Kun kaikki asiaan osalliset, niin velkojat kuin osakkeenomistajatkin, hyväksyvät ohjelman vapaaehtoisesti, ei tuomioistuimen tarvitse tutkia mahdollisesti asiassa käsillä olevia osakkeenomistajien suojaksi säädettyjä esteperusteita ja näin valvoa osakkeenomistajien oikeuksia *ex officio*. Tämä sopimusvapaus ei kuitenkaan ole rajaton, sillä tuomioistuimen tulee tällöinkin viran puolesta suojata muiden kuin osakkeenomistajien ja velkojien oikeudet. Tämä tarkoittaa käytännössä sivullisten oikeuksien suojaamista, mutta tuomioistuimen on toki selvitettävä, onko käsillä muita YSL 53 §:ssä säädettyjä esteperusteita.

3.3.3 Vahvistaminen ryhmäenemmistöjen suostumuksella

Saneerausohjelman vahvistamisesta ryhmäenemmistöjen suostumuksella säädetään YSL 51 §:ssä, johon lisättiin uusi 4 momentti, jossa säädetään konversiosaneerausta koskevasta lisäedellytyksestä, jonka mukaan konversiosaneerauksessa vahvistaminen edellyttää kunkin velkojaryhmän enemmistön lisäksi myös osakkeenomistajien yksinkertaisen enemmistön kannatusta. Mikäli osakkeenomistajien äänten enemmistö saavutetaan, voi ohjelman sisältö poiketa osakkeenomistajien asemaa koskevista säännöksistä ohjelman hyväksymistä puoltaneiden osakkeenomistajien vahingoksi. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että vähemmistöön jääneillä osakkeenomistajilla on mahdollisuus vedota ohjelman vahvistamisen esteisiin, mikä osaltaan suojaa näiden, ohjelman vahvistamista vastaan äänestäneiden osakkeenomistajien asemaa.¹¹⁸ Koska konversiosaneerauksessa saneerausohjelman vahvistaminen korvaa YSL 3 a §:n nojalla yhtiökokouksen päätöksen, ei OYL 21:1:n mukainen yhtiökokouksen päätöksen moite tule konversiosaneerauksessa kyseeseen, vaan osakkeenomistajien oikeussuoja perustuu YSL:n mukaisiin esteperusteisiin sekä saneerausohjelman vahvistamista koskevaan muutoksenhakuun.¹¹⁹

Konversiosaneerauksessa osakkeenomistajat näin muodostavat oman, saneerausohjelmaehdotuksesta äänestävän ryhmänsä ja heidän äänimäärä tässä ryhmässä määräytyy heidän yhtiö-

¹¹⁷ Ks. Työryhmän mietintö s. 115–116 ja HE 153/2025 vp, s. 120. Säännöksellä ei luonnollisestikaan ole vaikutusta muiden säädettyjen esteperusteiden soveltamiseen niissä tilanteissa, kun jonkin muun tahon oikeuksien suojaaminen sitä vaatii.

¹¹⁸ HE 153/2025 vp, s. 120.

¹¹⁹ Ks. HE 153/2025 vp, s. 75.

oikeudellisen äänimääränsä perusteella sillä tavalla, että velallisyhtiön mahdolliset yhtiöjärjestyksen määräykset osakkeiden tuottamasta äänimäärästä otetaan huomioon.¹²⁰ Enemmistön määräytymisestä säädetään YSL 52 §:ssä, jonka 1 momentti jaettiin kahteen osaan, joista ensimmäinen koskee velkojaryhmien enemmistöjen ja toinen osakkeenomistajien antamien äänten enemmistön määräytymistä. Konversiosaneerauksessa velkojaryhmien enemmistö määräytyy samalla tavalla kuin muutoinkin¹²¹ ja osakkeenomistajien osalta enemmistövaatimuksen täyttyminen edellyttää, että ohjelman hyväksymistä kannattaa yli puolet velallisyhtiön osakkeenomistajien kesken annetuista äänistä.¹²²

Huomionarvoista tässä on, että konversiosaneerausta koskeva, annettujen äänien yksinkertaiseen enemmistöön sidottu enemmistövaatimus on löyhempi kuin OYL 5:27:n mukainen kahden kolmasosan määräänemmistövaatimus annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista, jota sovelletaan muun muassa suunnatun osakeannin järjestämisestä tai yhtiöjärjestyksen muuttamisesta päätettäessä. Tämä sääntelyratkaisu löyhemmästä enemmistövaatimuksesta saneerausohjelman vahvistamiseksi perustuu lakiuudistuksen keskeiseen tavoitteeseen helpottaa velkakonversion toteuttamista konversiosaneerauksessa.¹²³ Tästä yhtiöoikeudellista päätöksentekoa koskevasta määräänemmistövaatimuksesta voidaan konversiosaneerauksessa poiketa erityisesti siitä syystä, että äänestysmenettelyä koskevien säännösten ohella osakkeenomistajien asemaa suojataan myös YSL:n saneerausohjelman vahvistamisen esteperusteista koskevalla sääntelyllä, jonka soveltamisessa tulee kiinnittää huomiota muun ohessa osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen toteutumiseen.¹²⁴

Lisäksi YSL 52 §:n 2 momenttiin, jossa säädetään, ettei viimesijaisen saatavan velkojaa oteta huomioon enemmistövaatimuksen täyttymistä arvioitaessa, mikäli paremmalla oikeudella suoritettavan saatavan velkoja jää ohjelman mukaan vaille täyttä suoritusta tai tämän oikeusasema muutoin huononee, lisättiin uusi virke, jonka mukaan konversiosaneerauksessa myös viimesijaisen

¹²⁰ Työryhmän mietintö s. 116. Mikäli velallisyhtiön yhtiöjärjestys sisältää tällaisia osakkeiden äänimäärää koskevia määräyksiä, on selvittäjällä mahdollisuus arvioida näiden määräysten vaikutusta konversiosaneerauksessa toteutettavassa äänestyksessä tapauskohtaisesti.

¹²¹ Velkojien osalta ohjelman hyväksyminen edellyttää, että kussakin velkojaryhmässä yli puolet äänestykseen osallistuneista velkojista kannattavat ohjelman vahvistamista siten, että vahvistamista kannattavien velkojien saatavat edustavat yli puolta kuhunkin ryhmään kuuluvien, äänestykseen osallistuneiden velkojien saatavien kokonaismäärästä. Velkojaryhmien enemmistöjen määräytymisestä lisää mm. Koskelo 1994, s. 319–302 ja HE 182/1992 vp, s. 93–94.

¹²² HE 153/2025 vp, s. 121.

¹²³ HE 153/2025 vp, s. 121. Ks. myös Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2024, s. 563.

¹²⁴ Työryhmän mietintö s. 116.

saatavan velkoja otetaan kuitenkin huomioon. Ratkaisun tarkoituksena on välttää sellaiset tilanteet, joissa velallisyhtiön osakkeenomistajat otettaisiin saneerausohjelmaa vahvistettaessa huomioon samalla, kun viimesijaisten saatavien velkojat jäävät kokonaan huomiotta.¹²⁵

Osakkeenomistajien äänestysmenettelyn toteuttamista varten lakiin lisättiin myös uusi 76 a §, jonka tarkoituksena on mahdollistaa osakkeenomistajien äänestysmenettelyn toteutuminen sellaisella tarkoituksenmukaisella ja kuhunkin yksittäistapaukseen soveltuvalla tavalla, joka turvaa riittävällä tasolla osakkeenomistajien osallistumismahdollisuudet saneerauksessa. Osakkeenomistajien äänestysmenettelyä koskeva sääntely on katsottu tarpeelliseksi erityisesti siitä syystä, että velallisyhtiön osakkeenomistajat saattavat vaihtua saneerausmenettelyyn vaikuttavalla tavalla tuomioistuimen äänestyslausumien antamiselle asettaman määräajan kuluessa.¹²⁶

Äänestysmenettely osakkeenomistajien osalta toteutetaan lähtökohtaisesti velkojen kirjallista äänestysmenettelyä vastaavalla tavalla, jolloin tuomioistuin kehottaa konversiosaneerauksessa velkojen lisäksi myös velallisyhtiön osakkeenomistajia äänestyslausuman antamiseen määräpäivään mennessä ja selvittäjä huolehtii äänestyskehotuksen, ohjelmaehdotuksen ja asianosaisten antamien kirjallisten lausumien tiedoksiannosta velallisyhtiön osakkeenomistajille. Tämä tiedoksianto voidaan toteuttaa samalla tavalla, kun yhtiökokouskutsu ja kokousasiakirjat velallisyhtiössä annetaan asiaan osallisille tiedoksi.¹²⁷

YSL 76 a §:n 2 momentin mukaan äänestyslausuman antamiseen on oikeutettu sellainen osakkeenomistaja, joka on merkittynä osakasluetteloon tai on ilmoittanut saantonsa ja esittänyt tästä luotettavan selvityksen selvittäjälle määrättyinä ajankohtana. Tämä edellytys vastaa OYL 5:6.1:ssä säädettyä edellytystä yhtiökokoukseen osallistumisesta arvo-osuusjärjestelmään kuulumattomassa osakeyhtiössä.¹²⁸ YSL 76 a §:n 4 momentissa säädetyn mukaisesti äänestyslausuman antamiseen ei kuitenkaan oikeuta sellainen osake, joka kuuluu velallisyhtiöllä tai sen tytäryhteisölle. Sääntelyn tarkoituksena on mahdollistaa äänestysmenettelyn järjestäminen osak-

¹²⁵ HE 153/2025 vp, s. 121.

¹²⁶ HE 153/2025 vp, s. 129.

¹²⁷ Työryhmän mietintö s. 116. Ks. myös HE 153/2025 vp, s. 130. Osakkeenomistajien tiedontarve ja osallistumismahdollisuudet turvataan konversiosaneerauksen äänestysvaiheessa siten, että osakkeenomistaja saa tiedon äänestysmenettelystä samalla tavalla kuin tämä saa tiedoksi myös kutsun yhtiökokoukseen ja siihen liittyvät kokousasiakirjat. Vaikka menettelyn toteuttaminen ei kuitenkaan ole pakollista, lienee se kuitenkin suositeltavaa, jotta osakkeenomistajat saisivat tiedon äänestysmenettelyn toteuttamisesta sellaisella tavalla, jolla nämä ovat tottuneet yleensäkin velallisyhtiöltä saamaan vastaavanlaiset tiedoksiannot vastaanottamaan.

¹²⁸ Ks. HE 153/2025 vp, s. 131.

keenomistajien näkökulmasta ennakoitavalla ja hallitulla tavalla ilman, että äänestyksen järjestämiseen epätarkoituksenmukaisesti vaikuttaisivat äänestysmenettelyn kestäessä velallisyhtiön osakkeenomistuksessa tapahtuvat muutokset.¹²⁹

Arvo-osuusjärjestelmällä tarkoitetaan tietojärjestelmäkokonaisuutta, jossa fyysisten arvopapereiden käsittely on korvattu arvo-osuustileille tehtävillä kirjauksilla. Yhtiön, jonka osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla, on Euroopan parlamentin ja Neuvoston asetuksen (EU) (arvopaperikeskusasetus, 909/2014) liitettävä osakkeensa arvo-osuusjärjestelmään. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvan velallisyhtiön osakkeenomistajien äänestysmenettelyn järjestäminen edellyttää edellä kuvattua tarkempaa sääntelyä. Niinpä YSL 76 a §:n 3 momentissa säädetään, että arvo-osuusjärjestelmään kuuluvassa velallisyhtiössä äänestyslausuman antamiseen on oikeutettu sellainen osakkeenomistaja, joka on merkittynä äänestyksen täsmäytyspäivänä¹³⁰ osakasluetteloon. Täsmäytyspäivä on kahdeksan arkipäivää ennen YSL 76.3 §:ssä tarkoitettua, tuomioistuimen asettamaa määräpäivää äänestyslausumien antamiselle ja mikäli äänestyslausumien kerääminen toteutetaan jäljempänä käsiteltävässä äänestystilaisuudessa, täsmäytyspäivä on tällöin kahdeksan arkipäivää ennen äänestystilaisuutta. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvan yhtiön konversiosaneerauksessa voidaan OYL:n yhtiökokousosallistumista vastaavasti ilmoittaa myös hallintarekisteröidyn osakkeen omistaja tilapäisesti merkittäväksi osakasluetteloon äänestyslausuman antamista varten.¹³¹

Selvittäjä voi myös YSL 76 a §:n 5 momentin nojalla kutsua velallisyhtiön osakkeenomistajat koolle ohjelmaehdotusta koskevaan äänestystilaisuuteen äänestysmenettelyn toteuttamiseksi. Kutsu tähän tilaisuuteen tulee tällaisissa tilanteissa toimittaa yhdessä äänestyskehotuksen, lopullisen saneerausohjelmaehdotuksen sekä asianosaisten kirjallisten lausumien kanssa velallisyhtiön osakkeenomistajille. Äänestystilaisuus on vaihtoehtoinen tapa äänestyslausumien keräämiselle, eikä näissä tilanteissa tule sovellettavaksi edellä kuvattu YSL 76.3 §:n säännös kirjallisten äänestyslausumien toimittamisesta määräjassa selvittäjälle. Velallisyhtiössä, joka ei kuulu arvo-osuusjärjestelmään, oikeus osallistua äänestystilaisuuteen on niillä osakkeenomistajilla, joilla on edellä esitetyn YSL 76 a §:n 2 momentin mukaan oikeus antaa äänestyslausuma.

¹²⁹ HE 153/2025 vp, s. 131.

¹³⁰ OYL 5:6 a:ssä säädetyn mukaisesti täsmäytyspäivä on kahdeksan arkipäivää ennen yhtiökokousta ja tähän kokoukseen ovat oikeutettuja osallistumaan vain sellaiset osakkeenomistajat, jotka ovat täsmäytyspäivänä merkittyinä yhtiön osakasluetteloon. Säännös koskee sellaisia yhtiöitä, jonka osakkeet on liitetty arvo-osuusjärjestelmään.

¹³¹ HE 153/2025 vp, s. 129 ja 131–132. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvaa yhtiötä koskeva sääntely mukaillee OYL 5:6 a:n yhtiökokouksen täsmäytyspäivää arvo-osuusjärjestelmään kuuluvassa yhtiössä koskevaa sääntelyä ja tässä säädetty aikaraja vastaa OYL:n täsmäytyspäivän ajankohtaa suhteessa yhtiökokoukseen.

Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvassa velallisyhtiössä äänestystilaisuuden järjestämisessä noudatetaan puolestaan YSL 76 a §:n 3 momentin mukaista täsmäytyspäivän määräaika.¹³²

Lopuksi YSL 76 a §:n 6 momentissa huomautetaan, ettei äänestyslausumien keräämiselle taikka äänestystilaisuuden järjestämiselle ole tarvetta, mikäli riittävä määrä velallisyhtiön osakkeenomistajia on kirjallisesti ilmoittanut hyväksyvänsä saneerausohjelmaehdotuksen. Tällöin riittää, että ohjelmaehdotuksen ovat hyväksyneet sellaiset osakkeenomistajat, joiden osakkeiden tuottama äänimäärä muodostaa yksinkertaisen enemmistön kaikkien velallisyhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Lisäedellytyksenä tälle on, ettei kukaan osakkeenomistajista ole vedonnut antamassaan lausunnossa sellaiseen seikkaan, jonka perusteella ohjelma täytyy jättää vahvistamatta.¹³³

Konversiosaneerauksessa saneerausohjelmaa vahvistettaessa ryhmäenemmistöjen suostumuksella osakkeenomistajat edellä kuvatusti muodostavat oman äänestysryhmänsä ja pääsevät näin velkojien tapaan aktiivisiksi osallistujiksi saneerausohjelmaa vahvistettaessa ryhmäenemmistöjen suostumuksella. Osakkeenomistajien osalta enemmistövaatimus on tarkoituksella asetettu OYL:n mukaista määräenemmistövaatimusta matalammaksi, jotta velkakonversio voitaisiin toteuttaa matalammalla kynnyksellä. Toisaalta tätä YSL:n verrattain löyhää enemmistövaatimusta on kompensoitu sillä, että vähemmistöön jääneillä osakkeenomistajilla on mahdollisuus vedota ohjelman vahvistamisen esteperusteisiin, joita tarkastellaan vielä lähemmin seuraavassa alaluvussa 3.3.4.

3.3.4 Esteet vahvistamiselle

Saneerausohjelman vahvistamisen esteitä on jo edellä käyty läpi yleisellä tasolla. YSL 53 §:ää kuitenkin täydennettiin konversiosaneerausta silmällä pitäen. Tarkoituksena on varmistaa osakkeenomistajien vähimmäissuojan toteutuminen saneerausohjelman vahvistamisesta päätettäessä. Pykälään lisättiin kokonaan uusi 2 momentti, jonka mukaan konversiosaneerauksessa ohjelman vahvistamisen esteperusteeksi ei katsota yksinomaan sitä, että saneerausohjelmassa määrätään velkakonversion toteuttamiseksi tarvittavasta yhtiöoikeudellisesta toimenpiteestä, jonka seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien omistus- tai muu oikeus yhtiössä muuttuu. Konversiosaneerauksessa jo aiemmin esitetyn mukaisesti saneerausohjelman vahvistaminen

¹³² HE 153/2025 vp, s. 132.

¹³³ HE 153/2025 vp, s. 133.

korvaa tämänkaltaisia yhtiöoikeudellisia toimia koskevan yhtiökokouksen päätöksen eikä päätöksentekoon siten sovelleta YSL 3 a §:ssä yksilöityjä OYL:n säännöksiä.¹³⁴

Uusi YSL 53 §:n 2 momentti on jaettu kahteen kohtaan, joista ensimmäisessä sallitaan velallisyhtiön osakkeenomistajien omistuksen muuttuminen YSL 44.2 §:n 2 kohdassa tarkoitettujen velkajärjestelyjen seurauksena, eli silloin, kun velkajärjestelyt sisältävät velan maksamisen kokonaan tai osittain velkojan toimialan ja aseman kannalta kohtuullisin sijaissuorituksin.¹³⁵ YSL 53.2 §:n 2 kohdassa puolestaan sallitaan osakkeenomistajien muiden oikeuksien muuttuminen YSL 42 a §:n mukaisesti yksilöityjen toimenpiteiden tai järjestelyjen seurauksena. Tällaisiin muutoksiin voivat johtaa erityisesti velallisyhtiön yhtiöjärjestyksen muuttamista koskevat saneerausohjelman määräykset.¹³⁶

Uudesta 2 momentista huolimatta esteen saneerausohjelman vahvistamiselle muodostaa edelleenkin YSL 53.1 §:n 1 kohta, jonka perusteella saneerausohjelma on jätettävä vahvistamatta, mikäli ohjelman sisältö loukkaa velallisyhtiön osakkeenomistajien oikeutta tai muuta oikeutettua etua. Esteperusteen ollessa käsillä, otetaan huomioon muun ohessa ne OYL:n säännökset, joista ei 3 a §:ssä ole säädetty poikettavaksi.¹³⁷ Erityisen suureen rooliin nouseekin tässä OYL 1:7:n mukainen yhdenvertaisuusperiaate, jonka loukkaamista on pidettävä uudesta sääntelystä huolimatta edelleen sellaisena YSL 53.1 §:n 1 kohdan mukaisena velallisen osakkeenomistajan oikeuden loukkauksena, joka muodostaa esteen saneerausohjelman vahvistamiselle.¹³⁸ Velallisyhtiön osakkeenomistaja voikin saneerausohjelmaehdotuksen käsittelyn yhteydessä huomauttaa, että ohjelmaehdotus ei ole yhdenvertaisuusperiaatteen mukainen, jolloin kyseisen osakkeenomistajan kanta saadaan selvittäjän ja tuomioistuimen tietoon, jolloin selvittäjä arvioi ohjelmaehdotuksen muokkaustarvetta ennen äänestysmenettelyn toteuttamista ja tuomioistuin puolestaan arvioi ohjelman vahvistamisedellytyksiä. Osakkeenomistajalla on toki oikeus hakea muutosta tarpeen vaatiessa saneerausohjelman vahvistamista koskevaan tuomioistuimen päätökseen YSL:n muutoksenhakua koskevien säännösten mukaisesti.¹³⁹

¹³⁴ Työryhmän mietintö s. 117.

¹³⁵ HE 153/2025 vp, s. 122. Tällaisiin muutoksiin voivat johtaa saneerausohjelman määräykset velallisyhtiön osakkeiden tai niihin oikeuttavien optio- tai muiden erityisten oikeuksien antamista tai velallisyhtiön olemassa olevien osakkeiden mitätöimisestä.

¹³⁶ HE 153/2025 vp, s. 122.

¹³⁷ Työryhmän mietintö s. 117.

¹³⁸ Tätä YSL 53.1 §:n 1 momenttiin ja OYL 1:7:ään perustuvaa esteperustetta voidaan pitää vastineena YSL 46 §:ään ja 53.1 §:n 3 momenttiin sisältyvälle sääntelylle, jonka tarkoituksena on suojata niitä velkojia, jotka ovat äänestäneet saneerausohjelman vahvistamista vastaan, velkojien yhdenvertaisuutta loukkaavan saneerausohjelman vahvistamiselta. Ks. HE 153/2025 vp, s. 123.

¹³⁹ HE 153/2025 vp, s. 122 ja Työryhmän mietintö s. 117.

Lainsäätäjän tarkoituksena on suojata äänestysmenettelyssä vähemmistöön jääviä osakkeenomistajia estämällä velallisyhtiön osakkeenomistajien keskinäistä yhdenvertaisuutta loukkaavan saneerausohjelman vahvistaminen. Tästä syystä OYL:n mukainen yhdenvertaisuusperiaate tulee konversiosaneerauksessa sovellettavaksi. Sääntelyratkaisusta johtuu, että saneerausohjelmassa täytyy pitää lähtökohtana osakkeenomistajien omistussuhteisiin ja muihin oikeuksiin vaikuttavien toimien ja järjestelyn toteuttamista sellaisella tavalla, joka takaa yhdenvertaisen kohtelun jokaiselle osakkeenomistajalle. Tämän yhdenvertaisuusperiaatteen – jonka nojalla kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet – soveltaminen ei kuitenkaan estä velkakonversion toteuttamista tiettyä osakkeenomistajaa suosivin ehdoin, kunhan toimenpiteet ovat velallisyhtiön taloudellinen tilanne huomioon ottaen myös muiden velallisyhtiön osakkeenomistajien etujen mukaisia. Enemmistön hyväksyttävissä olevan kokonaisratkaisun aikaansaaminen on lopulta usein ainoa tapa välttää velallisyhtiön konkurssi, jolloin lopputuloksena olisi kaikkien osakkeenomistajien omistuksen arvon täysimääräinen menettäminen.¹⁴⁰

YSL 53 §:ään lisättiin myös uusi 3 momentti, jonka mukaan konversiosaneerauksessa ei voida vahvistaa sellaista saneerausohjelmaa, jonka hyväksymistä vastaan äänestänyt velallisyhtiön osakkeenomistaja saattaa todennäköiseksi, että tälle ohjelman mukaan jäävä omistusosuus olisi arvoltaan vähäisempi kuin suoritus, jonka hän saisi velallisyhtiön konkurssissa.¹⁴¹ Tämä esteperuste koskee siis velallisyhtiön osakkeenomistajien asemaan liittyvää konkurssivertailua, joka asettaa osakkeenomistajien omistuksen tai muun oikeuden muuttumiseen johtavan saneerausohjelman vahvistamisen vähimmäisedellytykseksi sen, että tällaisten muutosten toteuttamisen jälkeen osakkeenomistajien omistus on arvoltaan vähintään yhtä suuri kuin suoritus, joka osakkeenomistajille kertyisi velallisyhtiön konkurssissa.¹⁴² On kuitenkin muistettava osakkeenomistajien heikko asema konkurssitilanteissa, eikä osakkeenomistajille yleensä kerry konkurssissa omistettujen osakkeiden perusteella suorituksia, mistä tulee todennäköisesti johtumaan, ettei esteperuste tule juuri koskaan sovellettavaksi. Koska tällaiset tilanteet ovat kuitenkin mahdollisia, on tärkeää varmistaa, ettei velkakonversiosta hyötyvä enemmistö voisi päättää konversion toteuttamisesta sitä vastustavan vähemmistön kustannuksella sellaisissa tilanteissa, joissa

¹⁴⁰ HE 153/2025 vp, s. 122–123.

¹⁴¹ Työryhmän mietintö s. 118 ja HE 153/2025 vp, s. 123.

¹⁴² HE 153/2025 vp, s. 123.

konkurssi olisi velallisyhtiön konversiota vastustaville osakkeenomistajille parempi vaihtoehto.¹⁴³

Edellä kuvatut, YSL 53 §:ään lisätyt säännökset muodostavat perustan velallisyhtiön osakkeenomistajien suojalle saneerausohjelman vahvistamisedellytyksiä arvioitaessa. Vaikka nämä esteperusteet soveltuvat jo ryhmäenemmistöjen suostumukseen perustuvaan saneerausohjelman vahvistamiseen, korostuu niiden merkitys erityisesti YSL 54 §:n mukaisessa saneerausohjelman pakkovahvistamisessa, jossa saneerausohjelman voidaan vahvistaa osakkeenomistajien vastustuksesta huolimatta. Näissä pakkovahvistustilanteissa osakkeenomistajien oikeussuoja perustuu lähes yksinomaan näihin esteperusteisiin. Pakkovahvistamista ja siihen läheisesti liittyvää ehdottoman etuoikeuden periaatetta tarkastellaan lähemmin seuraavassa alaluvussa 3.3.5.

3.3.5 Pakkovahvistaminen

YSL 54 §:ssä säädetään saneerausohjelman vahvistamisesta ilman kaikkien ryhmäenemmistöjen suostumusta, eli ns. pakkovahvistamisesta. Kuten normaalistikin, myös konversiosaneerauksessa saneerausohjelma voidaan tarpeen vaatiessa vahvistaa sellaisissa tilanteissa, joissa vahvistaminen ryhmäenemmistöjen suostumuksella ei onnistu sen vuoksi, että vaadittu kannatus ohjelman vahvistamiseksi jää yhdessä tai useammassa äänestysryhmässä saavuttamatta. Käytännössä tämä merkitsee sitä, että oikeudellisesti sitova päätös velkakonversion toteuttamisesta voidaan aikaansaada myös ilman velallisyhtiön osakkeenomistajien suostumusta.¹⁴⁴ Pakkovahvistamista koskevien säännösten uudistusta voidaankin pitää koko konversiosaneerausta koskevan sääntelyuudistuksen merkittävimpänä elementtinä velkakonversion käytön edistämistä koskevan tavoitteen kannalta.

Osakkeenomistajien osallistuessa äänestykseen on vastaan äänestävien osakkeenomistajien ja velkojien oikeuksien turvaamiseksi saneerausohjelman pakkovahvistamiselle asetettu lisäedellytyksiä, joista säädetään uudessa YSL 54.4 §:ssä.¹⁴⁵ Konversiosaneerauksessa saneerausohjelman pakkovahvistamiseen sovelletaan näin ollen jo valmiiksi YSL:ssä säädettyjen edellytysten

¹⁴³ Ks. HE 153/2025 vp, s. 123. Tämä 3 momentin mukainen esteperuste vastaa YSL 53.1 §:n 5 kohdan mukaista sääntelyä, jolla suojataan saneerausohjelman vahvistamista vastaan äänestäneitä velkojia sellaisissa tilanteissa, joissa velallisyhtiön konkurssi johtaisi ohjelman vahvistamista vastaan äänestäneiden velkojien osalta parempaan lopputulokseen.

¹⁴⁴ Työryhmän mietintö s. 118.

¹⁴⁵ HE 153/2025 vp, s. 124. Konversiosaneerausta varten säädetyt lisäedellytykset tulevat sovellettavaksi niin varhaisessa kuin perusmuotoisessakin saneerauksessa, mutta menettelyväylällä saattaa olla merkitystä poikkeusedellytysten arvioinnin kannalta.

lisäksi uusia, YSL 54.4 §:n mukaisia lisäedellytyksiä. YSL 54.4 §:n 1 kohdan mukaan, mikäli saneerausohjelma sisältää heikennyksiä sellaisten velkojien oikeusasemaan, jotka velallisyhtiön konkurssissa saisivat saatavalleen suorituksia, tulisi tällaisista velkojista koostuvan velkojaryhmän hyväksyä saneerausohjelma. Käytännössä tällaisia velkojia voisivat olla vakuusvelkojat, julkisoikeudelliset velkojat tai vakuudettomat velkojat. Ratkaisulla näin varmistetaan, ettei ainoa saneerausohjelman hyväksyvä ryhmä ole osakkeenomistajista tai sellaisista velkojista koostuva äänestysryhmä, jolle velallisen konkurssissa ei ole odotettavissa saatavalleen lainkaan suorituksia. Näillä viimesijaisilla velkojaryhmillä ei nimittäin ole todellista taloudellista intressiä velallisyhtiön liiketoimintaan, eikä olisi tarkoituksenmukaista, että he voisivat sitoa kaikki muut velkojaryhmät ja osakkeenomistajat saneerausohjelmaan vasten näiden suostumusta.¹⁴⁶

YSL 54.4 §:n 2 kohdassa puolestaan säädetään velallisyhtiön osakkeenomistajien ja velkojien välisestä suhteesta pakkovahvistustilanteissa. Mikäli yksikin velkojaryhmä jää saneerausohjelman mukaan vaille täyttä suoritusta saatavalleen ja äänestää ohjelman vahvistamista vastaan, ei velallisyhtiön osakkeenomistajille ehdottoman etuoikeuden periaatteen mukaisesti tule jäädä olenkaan omistusosuutta yhtiössä. Tätä ehdottoman etuoikeuden periaatetta sovelletaan konversiosaneerauksessa siten velkojaryhmien välisten suhteiden lisäksi myös velkojien ja velallisyhtiön osakkeenomistajien väliseen suhteeseen.¹⁴⁷ Säännöksestä kuitenkin johtuu, että tästä ehdottoman etuoikeuden periaatteesta on mahdollista poiketa, mikäli tähän on ”*velallisyhtiön liiketoiminnan jatkamiseen, lisäpääomittamiseen tai saneerausohjelman toteuttamisedellytysten turvaamiseen liittyvä tai muu painava syy.*” Käytännössä tällaiselle poikkeukselle voisi olla perusteet erityisesti silloin, kun velallisyhtiön osakkeenomistajien rooli saneerausohjelman toteuttamisen ja velallisyhtiön liiketoiminnan tervehdyttämisen valossa on merkittävä tai kun osakkeenomistajat sitoutuvat yhtiön liiketoiminnan jatkamiseen esimerkiksi velallisyhtiön lisäpääomittamisella tai työpanoksella.¹⁴⁸

Ehdottoman etuoikeuden periaatteesta voidaan poiketa säännöksen mukaan myös muusta painavasta syystä. Tällaisen syyn tulee liittyä kiinteästi saneerausohjelman toteuttamisedellytyksiin ja tavoitteisiin. Painavaa syytä arvioitaessa sitä puoltavana seikkana voidaan pitää erityisesti sellaisia tilanteita, joissa vastaan äänestäneiden velkojien oikeusasemaan ja heidän saatavilleen maksettaviin suorituksiin puututaan vain vähäisesti. Lisäksi arviointiin vaikuttaa se, onko käsillä

¹⁴⁶ HE 153/2025 vp, s. 124. Tarve 1 kohdan mukaiselle säännölle kumpuaa YSL 52.2 §:n muutoksesta, josta johtuu, että konversiosaneerauksessa myös viimesijaisen saatavan velkoja otetaan huomioon enemmistövaatimuksen täyttymistä arvioitaessa.

¹⁴⁷ Työryhmän mietintö s. 118.

¹⁴⁸ HE 153/2025 vp, s. 124–125.

varhainen vai perusmuotoinen saneeraus ja onko velallisyhtiö maksukyvytön vai uhkaako sitä vasta maksukyvyttömyys. Mikäli velallisyhtiö on hakeutunut saneeraukseen jo varhaisessa vaiheessa, on myös sen liiketoiminnan tervehdyttämismahdollisuudet lähtökohtaisesti paremmat kuin jo maksukyvyttömän yhtiön perusmuotoisessa saneerauksessa. Tämän takia painava peruste osakkeenomistajien omistuksen säilymiselle on todennäköisemmin käsillä varhaisessa saneerausmenettelyssä, kun verrataan tilanteeseen, jossa velallisyhtiön ainoa vaihtoehto saneeraukselle on konkurssi, jossa osakkeenomistajat joka tapauksessa menettäisivät omistuksensa.¹⁴⁹

Lisäksi YSL 54 §:ään lisättiin uusi 5 momentti, jossa säädetään siitä, ettei konversiosaneerauksessa saneerausohjelmaa voida perusmuotoisessa saneerausmenettelyssä vahvistaa ilman, että enemmistö velallisyhtiön osakkeenomistajien antamista äänistä on kannattanut saneerausohjelman hyväksymistä silloin, kun velallisyhtiö on kirjanpitolain (KPL, 1336/1997) 1:4 a:ssa tarkoitettu pien- tai mikroyritys. Säännöksellä pyritään varmistamaan, että pien- ja mikroyritysten osakkeenomistajat ovat äänestäneet saneerausohjelman vahvistamisen puolesta, sillä tällaisissa yhtiöissä osakkeenomistajat ovat korostuneen keskeisessä asemassa velallisyhtiön liiketoiminnan jatkamisen turvaamisessa. Säännöksestä näin ollen johtuu, että saneerausohjelma voidaan vahvistaa perusmuotoisessa saneerausmenettelyssä osakkeenomistajien vastustuksesta huolimatta ainoastaan KPL:ssä tarkoitettujen keskikokoisten ja suurten yritysten konversiosaneerauksessa.¹⁵⁰

Kuten jo edellä mainittiin, pakkovahvistamista koskevat uudet säännökset muodostavat konversiosaneerauksen ytimen. Yhtäältä ne mahdollistavat velkakonversion toteuttamisen osakkeenomistajien vastustuksesta huolimatta, mikä onkin koko konversiosaneerausta koskevan sääntelyuudistuksen keskeisin tavoite. Toisaalta säännökset asettavat pakkovahvistamiselle konversiosaneerauksessa aineellisia lisäedellytyksiä, jotka suojaavat ensi kädessä saneerausohjelman vahvistamista vastaan äänestäneitä velkojia ja osakkeenomistajia. Ehdottoman etuoikeuden periaatteen ulottaminen velkojien ja osakkeenomistajien väliseen suhteeseen on sääntelyuudistuksen yksi merkittävimmistä ratkaisuista, jota kuitenkin lieventää mahdollisuus poiketa tästä periaatteesta painavan syyn ollessa käsillä. Pien- ja mikroyrityksiä koskevaa erityissääntelyä ei sovi myöskään unohtaa, sillä sääntely osoittaa, että lainsäätäjät on pyrkinyt mahdollistamaan konversiosaneerauksen toimivuuden erilaisissa ja erikokoisissa yhtiöissä. Kokonaisuudessaan pakko-

¹⁴⁹ HE 153/2025 vp, s. 125.

¹⁵⁰ HE 153/2025 vp, s. 125.

vahvistamista koskeva sääntely tasapainottaa velkakonversion toteuttamistarpeen ja velallisyhtiön osakkeenomistajien oikeussuojan välisiä jännitteitä, jättäen kuitenkin säännösten käytännön toimivuuden kysymysmerkiksi erityisesti osin tulkinnanvaraisten sanamuotojen vuoksi. Näitä sääntelyratkaisuja ja niistä johtuvia mahdollisia tulkintaongelmia tarkastellaan vielä jäljempänä luvussa 4.

3.3.6 Saneerausohjelman nopea vahvistaminen

Konversiosaneerausta varten säädettiin kokonaan uusi YSL 92 a §, jossa säädetään saneerausohjelman nopeasta vahvistamisesta konversiosaneerauksessa. Kuten jo edellä on käynyt ilmi, saneerausohjelman nopealla vahvistamisella tarkoitetaan sellaista menettelyä, jossa riittävän kannatuksen saanut saneerausohjelmaehdotus toimitetaan tuomioistuimelle suoraan vahvistettavaksi ilman, että kaikkia tavanomaisia menettelyvaiheita käydään täysimääräisesti läpi. Näihin menettelyvaiheisiin lukeutuu muun ohessa saatavien ilmoittaminen, saneerausohjelmaehdotusta koskevien lausumien ja väitteiden esittäminen sekä äänestysmenettelyn toteuttaminen.¹⁵¹

Kuten useiden muidenkin konversiosaneerausta koskevien säännösten kohdalla, myös saneerausohjelman nopea vahvistaminen on konversiosaneerauksessa mahdollista silloin, kun YSL 92 §:ssä säädetyt perusedellytykset ja 92 a §:ssä säädetyt lisäedellytykset täyttyvät. Uudet, 92 a §:n mukaiset lisäedellytykset koskevat velallisyhtiön osakkeenomistajien kuulemista ja heiltä kerättäviä kannatusilmoituksia. Ensimmäisen konversiosaneerausta koskevan lisäedellytyksen mukaan saneerausohjelmaehdotus täytyy antaa tiedoksi kaikille velallisyhtiön osakkeenomistajille ja heidän on määräpäivään mennessä kirjallisesti joko hyväksyttävä tai hylättävä saneerausohjelmaehdotus ja toimitettava mahdollinen lausuma ohjelmaehdotuksesta.¹⁵²

Osakkeenomistajien äänestyslausumien osalta on tärkeä muistaa, että ne ovat luonteeltaan ehdottomia, eli yhdessä hyväksyvän äänestyslausuman kanssa ei voi toimittaa sisältölausumaa sellaisista seikoista, jotka saneerausohjelmaehdotuksessa tulisi osakkeenomistajan näkemyk-

¹⁵¹ Ks. mm. HE 251/2022 vp, s. 86, Työryhmän mietintö s. 119 ja HE 153/2025 vp, s. 133.

¹⁵² HE 153/2025 vp, s. 133 ja Työryhmän mietintö s. 119–120. Kuten täysimääräisessäkin saneerausmenettelyssä, kaikille velallisyhtiön osakkeenomistajille täytyy varata tilaisuus tulla kuulluksi ja ilmaista kantansa saneerausohjelmaehdotuksesta myös nopeutetussa konversiosaneerauksessa. Erona tässä on kuitenkin se, että nopeutetussa saneerausmenettelyssä osakkeenomistajien mahdolliset sisältö- ja äänestyslausumat voidaan kerätä samanaikaisesti, mikä osaltaan nopeuttaa menettelyä täysimääräiseen saneerausmenettelyyn verrattuna. Sisältölausumilla osakkeenomistajat voivat vedota sellaisiin seikkoihin, joiden perusteella he katsovat, ettei saneerausohjelma ole vahvistamiskelpoinen ja äänestyslausumilla he puolestaan ilmoittavat joko hyväksyvän tai hylkäävän kantansa ohjelmaehdotukseen. Käsitteiden merkitysisältö on siten sama kuin täysimääräisessä saneerausmenettelyssäkin.

sen mukaan vielä korjata. Nopeutetussa saneerausmenettelyssä ei siten ole samanlaista mahdollisuutta ohjelmaehdotuksen korjaamiseen kuin täysimääräisessä menettelyssä. Osakkeenomistajat voivat siten antaa joko hyväksyvän tai hylkäävän äänestyslausuman taikka sisältölausuman, joka siis tulkitaan hylkääväksi ääneksi.¹⁵³

Toinen nopeutetussa konversiosaneerauksessa sovellettava lisäedellytys edellyttää, että kirjallinen hyväksyntä saneerausohjelman vahvistamiseksi on saatu sellaisilta osakkeenomistajilta, joilla on yhteensä yli puolet kantansa ilmoittaneiden osakkeenomistajien yhteenlasketusta äänimäärästä, eikä kukaan, hylkäävän kannan ilmoittaneista osakkeenomistajista ole sisältölausumassaan vedonnut sellaiseen YSL 53.1 §:n 1 kohdassa tai 53.3 §:ssä tarkoitettuun seikkaan, jonka perusteella saneerausohjelma on jätettävä vahvistamatta.¹⁵⁴

Saneerausohjelman nopea vahvistaminen konversiosaneerauksessa edellyttää näin ollen sitä, että riittävä määrä velallisyhtiön osakkeenomistajista on hyväksynyt ohjelmaehdotuksen. Tätä enemmistövaatimuksen täyttymistä arvioidaan vertaamalla ohjelmaehdotuksen hyväksyneiden osakkeenomistajien äänimäärää kaikkien kantansa ilmoittaneiden osakkeenomistajien äänimäärään. Kunkin osakkeen tuottamaa äänimäärää arvioidaan – kuten täysimääräisessä saneerausmenettelyssäkin – yhtiöoikeudellisin perustein ottaen huomioon mahdolliset yhtiöjärjestyksen määräykset eri osakelajien tuottamasta äänimäärästä. Myöskään nopeutetussa saneerausmenettelyssä ei huomioida sellaisten osakkeenomistajien äänimäärää, jotka eivät kantaansa määräpäivään mennessä ole ilmoittaneet eikä tällaisten passiivisten osakkeenomistajien äänimäärällä ole siten vaikutusta laskutoimituksen lopputuloksen kannalta. Lisäksi nopea vahvistaminen edellyttää, ettei ohjelman vahvistamiselle ole olemassa osakkeenomistajien asemaan liittyvää esteperustetta. Tuomioistuimien ei tutki tällaisten esteperusteiden olemassaoloa *ex officio*, vaan ainoastaan osakkeenomistajan väitteestä, eikä tällöinkään yksin esteperusteeseen vetoaminen estä ohjelman vahvistamista, sillä esteperusteen soveltuminen perustuu tuomioistuimen tapauskohtaiseen harkintaan.¹⁵⁵

Lisäksi YSL 92 a §:n 2 momentissa säädetyn mukaisesti tuomioistuimelle tulee saneerausohjelmaehdotuksen toimittamisen yhteydessä toimittaa myös selvitys siitä, miten ohjelmaehdotuk-

¹⁵³ HE 153/2025 vp, s. 133–134. Nämä sisältö- ja äänestyslausumat tulee toimittaa siihen määräpäivään mennessä, joka saneerausohjelmaehdotuksen tiedoksiannon yhteydessä osakkeenomistajille ilmoitetaan. Määräajan pituudesta ei säädetä tarkemmin, vaan sen pituus jää tapauskohtaisesti harkittavaksi.

¹⁵⁴ HE 153/2025 vp, s. 134. Mikäli hylkäävän kannan ilmoittanut velallisyhtiön osakkeenomistaja vetoaa osakkeenomistajien asemaan liittyvään esteperusteeseen, on ohjelma jätettävä vahvistamatta.

¹⁵⁵ HE 153/2025 vp, s. 134.

sen tiedoksianto velallisyhtiön osakkeenomistajille on toteutettu ja miten heille on varattu tilaisuus ilmoittaa hyväksyvä tai hylkäävä kantansa ja antaa lausuma tästä ehdotuksesta.¹⁵⁶ Tästä selvityksestä tulee ilmetä tiedoksiannon ja osakkeenomistajien kuulemisen toteutustapa sekä kuulemiseen varattu aika, jotta tuomioistuin voi varmistua siitä, että velallisyhtiön osakkeenomistajille on varattu kohtuullinen aika tutustua ja ottaa kantaa saneerausohjelmaehdotukseen ohjelman sisältö ja osakkeenomistajien oikeussuojatarpeet huomioon ottaen.¹⁵⁷ YSL 92 a §:n 3 momentissa puolestaan säädetään, että oikeus ilmoittaa hyväksyvä tai hylkäävä kantansa ohjelmaehdotuksesta ja toimittaa lausuma tästä ehdotuksesta on samoilla osakkeenomistajilla, joilla on YSL 76 a §:n 2-4 momenteissa säädetyn mukainen oikeus äänestyslauseman toimittamiseenkin.¹⁵⁸

YSL 92 a § muodostaa näin konversiosaneeraukselle oman, nopeutetun vahvistamisväylän, joka tasapainottelee kahden vastakkaisen tavoitteen – menettelyn tehokkuuden ja velallisyhtiön osakkeenomistajien oikeussuojan – välillä. Menettelystä tehokkaan tekee se, että riittävän kannatuksen saavuttanut saneerausohjelmaehdotus voidaan vahvistaa ilman kaikkien täysimääräiseen saneerausmenettelyyn kuuluvia menettelyvaiheita. Toisaalta osakkeenomistajien oikeussuoja taataan varaamalla osakkeenomistajille kohtuullinen aika ohjelmaehdotukseen tutustumiseen ja kannan ilmaisemiseen, minkä lisäksi hylkäävän kannan ilmaiseva osakkeenomistaja voi edelleen vedota osakkeenomistajien asemaa koskeviin ohjelman vahvistamisen esteperusteisiin. Osakkeenomistajille varattavan määräajan pituudesta ei kuitenkaan säädetä tarkemmin, vaan määräajan riittävyyden arviointi jää kokonaan tapauskohtaisen arvioinnin varaan, mikä osaltaan saattaa vaarantaa osakkeenomistajien oikeussuojan toteutumista erityisesti sellaisissa yhtiöissä, joissa osakkeenomistajien lukumäärä on huomattavan suuri.

¹⁵⁶ HE 153/2025 vp, s. 134–135. Tieto saneerausohjelmaehdotuksesta ja mahdollisuus osakkeenomistajan kannan ilmoittamiseen voidaan säännöksen mukaan toimittaa samaan tapaan kuin kutsu ja kokousasiakirjat velallisyhtiön yhtiökokoukseenkin toimitetaan.

¹⁵⁷ HE 153/2025 vp, s. 135. Saneerausohjelmaehdotuksen tiedoksiantotapa saattaa vaihdella tapauskohtaisesti, minkä vuoksi ohjelmaehdotuksen tiedoksiantotavasta on annettava kattava selvitys tuomioistuimelle.

¹⁵⁸ HE 153/2025 vp, s. 135. Oikeus ilmoittaa hyväksyvä tai hylkäävä kanta saneerausohjelmaehdotukseen ja toimittaa ehdotuksesta lausuma on niillä velallisyhtiön osakkeenomistajilla, jotka ovat merkittynä osakasluetteloon ja jotka ovat ilmoittaneet saantonsa ja esittäneet siitä luotettavan selvityksen selvittäjälle tämän määräämänä ajankohtana. Tällaista oikeutta ei ole sellaisilla osakkeilla, jotka kuuluvat velallisyhtiölle tai sen tytäryhteisölle.

3.4 Saneerausohjelman täytäntöönpano ja raukeaminen

Kun saneerausohjelma on vahvistettu, määräytyvät YSL 57 §:n mukaan saneerausvelkojen ja muiden saneerausohjelmassa säänneltyjen oikeussuhteiden ehdot ohjelman mukaisesti. Konversiosaneerauksessa tämä soveltuu myös saneerausohjelmassa vahvistettuihin yhtiöoikeudellisiin järjestelyihin. Näiden yhtiöoikeudellisten toimenpiteiden luonteesta johtuu, että niiden täytäntöönpano usein edellyttää niiden rekisteröintiä kaupparekisteriin. YSL 57 §:ään lisättiinkin tätä varten uusi 4 momentti, jonka perusteella saneerausohjelmassa mitätöitäväksi määrätyt osakkeet on mitätöity vasta silloin, kun niiden mitätöinti on rekisteröity kaupparekisteriin. Järjestely johtuu siitä, että YSL 3 a §:ssä ei ole säädetty poikettavaksi osakeannissa annettavien uusien osakkeiden rekisteröintiin sovellettavasta OYL 9:14:stä eikä rekisteröinnin oikeusvaikutuksia koskevasta OYL 9:15:stä, jolloin konversiosaneerauksessa toteutettavat velallisyhtiön osakkeisiin liittyvät muutokset tulevat voimaan vasta, kun ne ovat OYL:ssä säädetyn mukaisesti rekisteröity kaupparekisteriin. Koska OYL:ssä ei kuitenkaan säädetä osakkeiden mitätöintiin liittyvästä menettelystä, on YSL:ssä katsottu tarkoituksenmukaiseksi säätää OYL:n sääntelyä mukailevasti osakkeiden mitätöimisen rekisteröimisestä kaupparekisteriin. Saneerausohjelman toteuttamisen seuranta varten selvittäjän tai muun YSL 61 §:ssä tarkoitetun valvojan täytyy siis ilmoittaa saneerausohjelmaan perustuva osakeanti, optio- tai muiden erityisten oikeuksien antaminen, yhtiöjärjestyksen muutos ja edellä mainittu osakkeiden mitätöinti rekisteröitäväksi kaupparekisteriin. Tämä ilmoitus on tehtävä kuukauden kuluessa saneerausohjelman vahvistamisesta.¹⁵⁹

YSL 96 §:ssä säädetään, että saneerausmenettelyä tai saneerausohjelmaa koskevaan tuomioistuimen päätökseen saa hakea muutosta, jollei sitä ole erikseen kielletty. Pykälään lisättiin konversiosaneerausta koskeva uusi 5 momentti, jonka perusteella muutoksenhakutuomioistuimen täytyy ilmoittaa rekisteriviranomaiselle kaupparekisteriin merkittävää seikkaa koskevasta ratkaisustaan sekä tieto tämän ratkaisun lainvoimaisuudesta. Saneerausohjelman vahvistamista koskevan muutoksenhaun menestymisellä voi nimittäin olla merkitystä saneerausohjelman perusteella kaupparekisteriin tehdyn merkinnän pysyvyyden kannalta.¹⁶⁰

YSL 64 §:ssä säädetään velkajärjestelyn raukeamisesta. Tuomioistuin voi YSL 64.1 §:n mukaan velkojan vaatimuksesta määrätä saneerausohjelman mukaisen, raukeamista hakevaa velkojaa koskevan velkajärjestelyn raukeamaan, mikäli velallisyhtiö on olennaisella tavalla laiminlyönyt

¹⁵⁹ Ks. HE 153/2025 vp, s. 125–126.

¹⁶⁰ HE 153/2025 vp, s. 135. Säännös vastaa pitkälti OYL 24:6:ssä säädettyä tuomioistuimen velvollisuutta ilmoittaa kaupparekisteriviranomaiselle rekisteriin merkittävää seikkaa koskevasta ratkaisustaan ja ratkaisun lainvoimaisuudesta.

saneerausohjelman mukaisen velvollisuutensa velkojaa kohtaan eikä ole sitä täyttänyt velkojan asettaman kohtuullisen lisäajan kuluessa. Tähän sääntöön kuitenkin on säädetty konversiosaneerauksissa sovellettava poikkeus, josta säädetään pykälän uudessa 6 momentissa. Lainkohdasta johtuu, että konversiosaneerauksessa sellaista velkajärjestelyä, jossa velkoja on ottanut vastaan velallisyhtiön osakkeita tai muun osakkeisiin oikeuttavan sijaissuorituksen, ei saa määrätä raukeamaan. Poikkeus kattaa ainoastaan sellaiset tilanteet, joissa velkoja on merkinnyt velallisyhtiön osakkeita taikka optio- tai muita erityisiä oikeuksia tuomioistuimessa vahvistetun saneerausohjelman perusteella.¹⁶¹

Myös saneerausohjelman raukeamista ja konkurssin vaikutusta koskeviin YSL 65 ja 66 §:iin lisättiin vastaavalla tavalla velkakonversion pysyvää luonnetta korostavat säännökset.¹⁶² On sanomattakin selvää, ettei saneerausohjelman raukeaminen vaikuta sen perusteella jo tehtyjen oikeustoimien pätevyYTEEN ja tämä 65 §:stä ilmenevä säännös pätee myös konversiosaneerauksessa saneerausohjelman perusteella tehtyihin yhtiöoikeudellisiin toimenpiteisiin ja järjestelyihin, kuten suunnatun osakeannin ja optio- tai muiden erityisten oikeuksien antamiseen. Selvyyden vuoksi pykälää kuitenkin täydennettiin uudella 4 momentilla, jonka mukaan konversiosaneerauksessa velallisyhtiön velkojan oikeus alkuperäiseen suoritukseen ei palaudu saneerausohjelman rautessa, mikäli velkoja on ottanut vastaan saneerausohjelman mukaisessa velkajärjestelyssä velallisyhtiön osakkeita tai muun vastaavan, velallisyhtiön osakkeisiin oikeuttavan sijaissuorituksen. Poikkeus kattaa YSL 64 §:n tavoin ainoastaan sellaiset tilanteet, joissa velkoja on merkinnyt velallisyhtiön osakkeita taikka optio- tai muita erityisiä oikeuksia tuomioistuimessa vahvistetun saneerausohjelman perusteella ja sen tarkoituksena on korostaa näiden velkajärjestelykeinojen pysyvää luonnetta. YSL 66 §:ään lisätty 5 momentti vastaa sisällöltään 65.4 §:ää ja se tulee sovellettavaksi sellaisissa tilanteissa, joissa velallisyhtiö asetetaan konkurssiin ennen saneerausohjelman päättymistä.¹⁶³

Edellä kuvatut säännökset heijastavat ennen kaikkea velkakonversion pysyvän luonteen korostamista konversiosaneerauksessa. On tärkeää huomata, ettei saneerausohjelman raukeaminen tai velallisyhtiön konkurssi palauta velkakonversioon suostuneelle velkojalle oikeutta tämän alku-

¹⁶¹ HE 153/2025 vp, s. 127. Poikkeus ei kuitenkaan kata sellaisia tilanteita, joissa vahvistettuun saneerausohjelmaan sisältyy konversiosaneerauksessa muita YSL 44 §:ssä lueteltuja velkajärjestelyjä. Tällaiset velkajärjestelyt voidaan siten määrätä raukeamaan myös konversiosaneerauksessa.

¹⁶² Ministeriön mietintö s. 121.

¹⁶³ HE 153/2025 vp, S. 127. Poikkeus ei kata sellaisia tilanteita, joissa vahvistettuun saneerausohjelmaan sisältyy konversiosaneerauksessa muita YSL 44 §:ssä lueteltuja velkajärjestelyjä. Tällaiset velkajärjestelyt nimittäin raukeavat ohjelman rautessa YSL 65 §:ssä säädetyin edellytyksin.

peräiseen saatavaansa. Tämä velkakonversion pysyvyyttä koskeva sääntelyratkaisu on herättänyt kritiikkiä asiantuntijoiden keskuudessa; on nimittäin esitetty, että velkakonversion pysyvyys asettaa velkakonversioon suostuneet velkojat epäedullisempaan asemaan velallisyhtiön jälkikonkurssissa, kun verrataan niihin velkoihin, jotka eivät konversioon suostuneet. Velallisyhtiön jälkikonkurssissa konversiota vastustaneet velkojat saavat nimittäin valvoa saatavansa kokonaisuudessaan samalla, kun konversioon suostuneet velkojat menettävät konvertoidun osan saatavastaan.¹⁶⁴ Tähän velkojien yhdenvertaisen kohtelun kannalta jännitteiseen oikeustilaan palataan jäljempänä luvussa 4.

3.5 Arvopaperimarkkinavaikutukset

Julkisesta ostotarjouksesta säädetään AML 11 luvussa. Julkisella ostotarjouksella tarkoitetaan säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista tai muista arvopapereista tehtyä julkista tarjousta ostaa näitä osakkeita tai muita arvopapereita. Kyseessä on pääosin arvopaperimarkkinaoikeudellisesti säännelty prosessi, jossa tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö ovat varsin yksityiskohtaisen erityissääntelyn velvoittamia. Tyyppitapauksessa tarjouksen tekijä tavoittelee kohdeyhtiön oikeudellista haltuunottoa, jolloin onnistuneen tarjouksen seurauksena tarjouksen tekijä saavuttaa kohdeyhtiössä OYL:n mukaisen lunastusmenettelyn¹⁶⁵ aloittamisen mahdollistavan omistususuuden, jonka saavutettuaan tarjouksen tekijä hallitsee kohdeyhtiötä täydellisesti, mahdollistaen kohdeyhtiön poistamisen pörssikaupankäynnistä hallitusti.¹⁶⁶

Julkisiin ostotarjouksiin liittyvästä tarjousvelvollisuudesta säädetään AML 11:19:ssä, jossa säädetään sijoittajien suojaksi sellaisten osakkeenomistajien velvollisuudesta tehdä julkinen ostotarjous, joiden ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön äänimäärästä sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Julkinen ostotarjous on tehtävä tällöin kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista. Ostotarjousvelvollisuus on säädetty ennen kaikkea vähemmistöosakkeenomistajien suojakeinoksi sellaisia ti-

¹⁶⁴ Ks. Linna s. 2.

¹⁶⁵ OYL:ään perustuva yhtiöoikeudellinen lunastusmenettely (*squeeze out*) on julkisia ostotarjouksia koskevan menettelyn viimeinen (muttei aina toteutuva) vaihe, jonka perustana on OYL 18:1, jonka mukaan se, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, on välimiesmenettelyssä oikeutettu käyvästä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet. Lunastusmenettelystä tarkemmin mm. Knuts – Kanervo 2024, 3. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2025, V Osa Yhtiörakenteen muuttaminen ja yhtiön purkaminen.

¹⁶⁶ Parkkonen – Knuts 2014, s. 466.

lanteita varten, jossa yksi toimija saavuttaa siinä määrin merkittävän määräysvallan kohdeyhtiössä, jonka myötä tämä keskittynyt vallankäyttö saattaa olla haitallista vähemmistöosakkeenomistajien näkökulmasta. Yhtiöoikeudellinen lähtökohta nimittäin on, että tietyn määräysvallan kohdeyhtiössä saavuttanut osapuoli saattaa hyödyntää määräysvaltaansa muita osakkeenomistajia haittaavalla tavalla. Näillä vähemmistöä suojaavilla säännöksillä pyritäänkin hallitsemaan tätä riskiä.¹⁶⁷

AML 11:21:ssä puolestaan säädetään edellä mainittuun tarjousvelvollisuuteen kohdistuvista poikkeuksista. Pykälä pitää sisällään 7 momenttia, joiden nojalla velvollisuutta tehdä pakollinen ostotarjous ei synny.¹⁶⁸ Pykälän 7 momentti on osa konversiosaneeraussäätelyä koskevaa uudistusta, jonka mukaan velvollisuutta pakollisen ostotarjouksen tekemiseen ei synny, mikäli tarjousvelvollisuusrajan ylitys johtuu konversiosaneerauksessa vahvistetun saneerausohjelman toteuttamisesta. Uuden poikkeuksen säätämistä on perusteltu ennen kaikkea velkakonversion käytön edistämisen tavoitteella, sillä tarjousvelvollisuusrajan ylittymisen mahdollisuus velkakonversion käytön seurauksena saattaisi vähentää konversion käyttökelpoisuutta. Ilman pakollisen ostotarjouksen velvollisuudesta poikkeamista konversiosaneerauksessa sellainen velkoja, jonka ääniosuus velallisyhtiössä konversion toteuttamisen seurauksena ylittää AML 11:19:n mukaisen tarjousvelvollisuusrajan, olisi joko tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muistakin velallisyhtiön osakkeista tai haettava erillistä lupaa Finanssivalvonnalta tarjousvelvollisuudesta poikkeamiseen.¹⁶⁹

Uuden 7 momentin soveltamisalaa tarkasteltaessa on syytä ottaa huomioon, ettei mainittu poikkeus tarjousvelvollisuudesta koske sellaisia tilanteita, joissa velallisyhtiön osakkeenomistaja hankkii lisää osakkeita tai joissa osakkeenomistajan ääniosuus velallisyhtiössä kasvaa tarjousvelvollisuusrajan yli saneerausohjelman toteuttamisen jälkeen eivätkä nämä muutokset ole seurausta vahvistetun saneerausohjelman toteuttamisesta, vaan tapahtuvat ohjelman toteuttamisen jälkeen tai muutoin irrallaan saneerausohjelmasta. Tällaisia toimenpiteitä arvioidaan normaalisti AML:n säännösten mukaisesti.¹⁷⁰

¹⁶⁷ Parkkonen – Knuts 2014, s. 493. Tarjousvelvollisuus ilmentää tasapuolisuusperiaatteen mukaista vähemmistönsuojaa, jolla kannustetaan vähemmistöomistamiseen osakeyhtiössä. Mainitun kannustimen toimiessa kohdeyhtiön omistajakunta laajenee ja pääoman tarjonta kohdeyhtiölle lisääntyy. Velvollisuudella luodaan kuitenkin vähemmistöosakkeenomistajille ns. *exit-oikeus*, joka on toteutettu vähemmistön myyntioptiona (*put-optio*). Toisaalta tarjousvelvollisuus toteuttaa myös tehokkuusperiaatetta sen tarjotessa myös edellytykset enemmistön toiminnanvapaudelle.

¹⁶⁸ Poikkeuksista lisää Parkkonen – Knuts 2014, s. 512–517 ja HE 32/2012 vp, s. 148–149.

¹⁶⁹ HE 153/2025 vp, s. 136.

¹⁷⁰ HE 153/2025 vp, s. 136.

AML 11:21.7:n mukainen poikkeus tarjousvelvollisuudesta on näin ollen välttämätön edellytys listattujen yhtiöiden konversiosaneerauksen toimivuudelle. Kuten Finanssiala ry ja Keskuskauppakamari ovat eduskunnan lakivaliokunnalle antamissaan lausunnoissa todenneet, ilman mainittua poikkeusta tarjousvelvollisuusrajan mahdollisesti velkakonversion seurauksena ylittävä velkoja tuskin suostuisi konversioon, mikä osaltaan tekisi konversiosaneerauksesta käyttökelvottoman instituution juuri sellaisissa listayhtiöissä, joissa velkakonversion toteuttamisen tarve saattaisi olla suurin. Poikkeus on myös hallinnollisesti perusteltu, sillä erillinen poikkeuslupamenettely olisi ilmeisen tarpeeton rasite sellaisissa tilanteissa, joissa saneerausohjelma on jo tuomioistuimen toimesta vahvistettu.¹⁷¹

4 Sääntelyn oikeudellinen arviointi ja kansainvälinen viitekehys

4.1 Konversiosaneeraus yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta

4.1.1 Pakkovahvistamisen kapea soveltamisala

Pakkovahvistamista on jo edellä luvussa 3.3.5 tarkasteltu säännösten sisällön näkökulmasta. Pakkovahvistamissäännösten soveltamisalan laajuutta ja tarkoituksenmukaisuutta on kuitenkin syytä arvioida erikseen yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta, sillä soveltamisalaa koskevat kysymykset liittyvät kiinteästi velallisyhtiön kokoon ja osakkeenomistajien asemaan yhtiöoikeudellisesti toimijoina. Konversiosaneerauksessa saneerausohjelma voidaan jo edellä luvussa 3.3.5 kuvatulla tavalla vahvistaa tietyin edellytyksin myös silloin, vaikka velallisyhtiön osakkeenomistajista koostuvassa äänestysryhmässä ei saavutettaisi vaadittua enemmistökannatusta ohjelman vahvistamiselle. Pakkovahvistamista koskevat säännökset eivät kuitenkaan ulotu sellaisiin velallisyhtiöihin, jotka ovat KPL 1:4 a ja b:ssä tarkoitettuja pien- tai mikroyrityksiä.¹⁷² Pienyrityksellä tarkoitetaan sellaista yritystä, jolla sekä viimeisellä päättyneellä että sitä välittömästi edeltäneellä tilikaudella ylittyy enintään yksi kolmesta seuraavasta raja-arvosta tilinpäätöspäivänä: taaseen loppusumma 7,5 miljoonaa euroa, liikevaihto 15 miljoonaa euroa ja palveluksessa keskimäärin 50 henkilöä. Mikroyritysten kohdalla vastaavat raja-arvot ovat 450 000 euroa, 900 000 euroa ja 10 henkilöä.¹⁷³

¹⁷¹ Ks. Finanssiala ry s. 2 ja Keskuskauppakamari s. 2.

¹⁷² HE 153/2025 vp, s. 125.

¹⁷³ Ks. mm. Rekola-Nieminen 2021, s. 18–20 ja Kaisanlahti 2024, s. 34–38.

Jotta tämän sääntelyratkaisun merkitystä olisi helpompi havainnoida, on syytä ottaa huomioon, että Suomen yritys rakenne on vahvasti pienyritysvaltainen, sillä suomalaisista yrityksistä noin 96,8 % on mikroyrityksiä, noin 2,5 % pienyrityksiä, noin 0,5 % keskisuuria ja noin 0,1 % suuria yrityksiä. Pakkovahvistamissäännöstö tulee sovellettavaksi siten kaikista suomalaisista yrityksistä vain noin 0,6 %:n osalta.¹⁷⁴ On siten selvää, että konversiosaneerauksessa pakkovahvistamista koskevan säännösten soveltamisala on varsin kapea. Kun tarkastellaan KPL 1:4 a §:n mukaisen pienyrityksen määritelmää, puhutaan tosiasiallisesti suomalaisessa mittapuussa jo varsin suuresta yrityksestä.

Ratkaisua jättää pien- ja mikroyritykset pakkovahvistamissäännösten soveltamisalan ulkopuolelle on perusteltu sillä, että tällaisissa yrityksissä osakkeenomistajilla on korostuneen olennainen merkitys velallisyhtiön liiketoiminnan jatkamisen turvaamisessa erityisesti silloin, kun osakkeenomistajat osallistuvat velallisyhtiön liiketoimintaan.¹⁷⁵ On kuitenkin selvää, että suuremman kokoluokan pienyrityksissä osakkeenomistajat eivät välttämättä itse osallistu yhtiön liiketoimintaan, joten ainoastaan tämän perusteella näiden yritysten rajaaminen pois pakkovahvistamissäännösten soveltamisalan ulkopuolelle ei ole ongelmaton yhdenvertaisuuden näkökulmasta.¹⁷⁶ Lisäksi, kun otetaan huomioon, että useat pienyritykset ovat First North -listattuja yhtiöitä, rajoittuu konversiosaneerauksen käyttöalan ulkopuolelle myös sellaisia yrityksiä, joiden saneerauksessa velkakonversio saattaisi hyvinkin olla käyttökelpoinen velkajärjestelyinstrumentti.¹⁷⁷

Vaikka on tärkeää, että pakkovahvistamisen soveltamisala konversiosaneerauksessa on riittävän laaja konversiosta johtuvien hyötyjen maksimoimiseksi, tulee myös ottaa huomioon, että velkakonversiota on tähän mennessä toteutettu lähinnä julkisten osakeyhtiöiden saneerauksissa, joiden osakkeiden vaihdettavuus luo velkakonversion toteuttamiselle parhaat edellytykset.¹⁷⁸ Velkakonversion käytölle on sääntelyuudistuksen myötä paremmat edellytykset, kun suurten yhtiöiden ohella myös keskisuurien yhtiöiden konversiosaneerauksessa on olemassa pakkovahvistus-

¹⁷⁴ Tilastokeskus. Suomalaisen yritysten lukumäärä vuonna 2024 oli 607 659, joten pakkovahvistusta koskevat säännökset koskevat yhteensä vain noin 3 646:ta yritystä.

¹⁷⁵ HE 153/2025 vp, s. 125.

¹⁷⁶ Linna s. 2–3.

¹⁷⁷ Suomen Asianajajat s. 3. First North on vaihtoehtoinen markkinapaikka pohjoismaisilla pörssimarkkinoilla, jossa on noteerattu tanskalaisia, ruotsalaisia, islantilaisia ja suomalaisia yhtiöitä ja se on suunniteltu erityisesti pienille ja kasvaville yrityksille. First Northista lisää mm. Leppiniemi – Lounasmeri 2023, 4. Rahoitusmarkkinat.

¹⁷⁸ Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 22.

mahdollisuus. Jos keskisuuret yhtiöt rajattaisiin pakkovahvistamissäännösten ulkopuolelle, jäisivät ne paitsi sääntelyn myötä odotettavista hyödyistä rahoitusmarkkinoilla.¹⁷⁹ YSL:n mukaiset yhtiöiden kokorajat määritellään erillisyyhtiötasolla, joten konversiosaneerauksen pakkovahvistamissäännösten soveltamisala kaventuisi huomattavan suppeaksi ilman sääntelyn ulottamista keskisuuriin yhtiöihin. Konsernirakenteiden yleisyydestä nimittäin johtuu, että esimerkiksi konsernin holdingyhtiönä toimiva emoyhtiö saattaa KPL:n kokorajojen puitteissa olla keskisuuri yhtiö, vaikka kyseessä oleva konserni saattaisi kokonaisuutena täyttää suurkonsernin tunnusmerkit.¹⁸⁰

Toisaalta myös keskisuurten yritysten rajaaminen konversiosaneerauksen pakkovahvistamissäännösten ulkopuolelle voisi olla perusteltua samalla perusteella, kun pien- ja mikroyrityksetkin; merkittävä osa suomalaisista keskisuurista yrityksistä on nimittäin osakkeenomistajavetoisia, ns. mittelstand-yrityksiä. Sääntelyn ulottaminen tällaisiin keskisuuriin yrityksiin, joissa osakkeenomistajilla on korostuneen olennainen merkitys velallisyhtiön liiketoiminnan jatkamisen turvaamisessa erityisesti silloin, kun osakkeenomistajat osallistuvat velallisyhtiön liiketoimintaan, on ristiriidassa sen kanssa, että vastaavilla perusteilla pien- ja mikroyritykset on jätetty sääntelyn ulkopuolelle.¹⁸¹

Pakkovahvistamissäännösten soveltamisalan tarkoituksenmukaisuudesta ei ole tässä vaiheessa mielekäästä esittää kovinkaan jyrkkää kantaa suuntaan tai toiseen. Jää nähtäväksi, tuleeko pakkovahvistaminen tosiasiallisesti laajalti sovellettavaksi myös keskisuurissa yrityksissä, joihin sääntely on ulotettu, vai jääkö pakkovahvistaminen konversiosaneerauksessa sovellettavaksi tosiasiallisesti vain suurten ja erityisesti julkisten osakeyhtiöiden saneerauksissa. Toisaalta tärkeintä lienee kuitenkin, että velkakonversion käyttö helpottuu ennen kaikkea niiden yhtiöiden saneerauksissa, joihin se parhaiten soveltuu. Tämä tavoite näyttäisi toteutuvan joka tapauksessa.

4.1.2 Arvostuskysymykset

Uusi konversiosaneerausta koskeva sääntely ei pidä sisällään velallisyhtiön osakkeiden arvostusta koskevia erityisiä säännöksiä ja sekä konvertoitavan velan että konversiossa annettavien osakkeiden arvostaminen on teknisesti jätetty selvittäjän varsin laajan harkintavallan varaan.¹⁸²

¹⁷⁹ LaVM 17/2025 vp, s. 6.

¹⁸⁰ Keskuskauppakamari s. 2. Suurkonsernilla tarkoitetaan sellaista konsernia, jonka sekä päättyneellä että sitä välittömästi edeltäneellä tilikaudella ylittyy vähintään kaksi seuraavista raja-arvoista: taseen loppusumma 25 miljoonaa euroa, liikevaihto 50 miljoonaa euroa ja tilikauden aikana palveluksessa keskimäärin 250 henkilöä. Ks. mm. Rekola-Nieminen 2021, s. 20 ja 25.

¹⁸¹ Suomen Yrittäjät. s. 2.

¹⁸² HE 153/2025 vp, s. 119.

Toisaalta kyse on siitä, että osakkeiden arvostamisesta päätetään saneerausohjelmassa, jonka sisältö taas perustuu asianosaisten välisiin neuvotteluihin. Koska sääntely on jättänyt arvostamiskysymykset avoimeksi, on kysymystä syytä lähestyä yhtiöoikeudellisista lähtökohdista. Koska konversiosaneerauksessa laadittavan saneerausohjelman toimenpideosassa tulee ilmetä muun ohessa annettavien osakkeiden merkintähinnan määräytymisperusteet, perustuneet selvittäjän harkintavalta pitkälti OYL:n suunnattuun osakeantiin liittyviin säännöksiin, sillä YSL 42 a §:n mukaiset säännökset annettavia osakkeita koskevista tiedoista vastaavat OYL 9:5:n mukaisia, maksullista osakeantia koskevan päätöksen sisältövaatimuksia.¹⁸³

Velkakonversiossa on kaksi erillistä arvostuskohdetta: konvertoitavan saatavan arvo ja annettavien osakkeiden arvo. Arvostamisessa on syytä ottaa huomioon neljä tekijää, joita ovat velallisyhtiön etu, velkojan etu, merkintähinnan käypä arvo ja konvertoitavan velan käypä arvo. Se, millainen painoarvo millekin tekijälle annetaan, riippuu konversion taloudellisesta luonteesta ja tarkoituksesta.¹⁸⁴ Arvostuskysymykset ovat tärkeitä, sillä jos osakkeiden arvo on arvostettu liian korkeaksi, velkakonversioon suostuvat velkojat saavat vähemmän kuin nimellistä saatavaansa vastaavan omistusosuuden velallisyhtiössä ja mikäli osakkeen arvo on asetettu liian matalaksi, alkuperäisten osakkeenomistajien omistus dilutoituu enemmän kuin olisi perusteltua.

Annettavien osakkeiden arvostamisessa tulee ottaa huomioon, että konversiosaneerauksessa ei ole säädetty poikettavaksi OYL 9:4.1:n mukaisesta suunnatun osakeannin hyväksyttävyyсарvioinnista, jonka vuoksi selvittäjän on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen.¹⁸⁵ Yhtiön arvostaminen tulisi lähtökohtaisesti yrityssaneerauksessa pohjautua tulevaan tuottoarvoon saneerausmenettelyn perustuessa oletukselle yhtiön liiketoiminnan jatkuvuudesta. On kuitenkin ymmärrettävä, etteivät yhtiön arvostamisperusteet ole kovinkaan selkeitä ja arviointimenetelmiä arvon määrittämiselle on lukuisia, mikä on omiaan aiheuttamaan erimielisyyksiä eri asianosaistahojen välillä.¹⁸⁶

Tämä arvonmääritykseen liittyvä haasteellisuus korostuu taloudellisissa vaikeuksissa olevan yhtiön osalta ja tällaisen yhtiön taloudellisen aseman arvioinnissa tulee kiinnittää erityistä huomiota näihin maksukyvyttömyyteen liittyviin erityisiin tekijöihin. Kaava on kuitenkin helppo tunnistaa: yhtiön taloudellisten vaikeuksien kasvaessa yhtiön arvo laskee kiihtyvällä vauhdilla, alittaen lopulta yhtiön varallisuuden arvon. Tämä kiihtyvä arvonaleneminen selittyy erityisesti yhtiön

¹⁸³ HE 153/2025 vp, s. 118–119.

¹⁸⁴ Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 228.

¹⁸⁵ Ks. HE 153/2025 vp, s. 114.

¹⁸⁶ Lehtimäki 2010, s. 1007.

uudelleenjärjestelyyn liittyvillä huomattavilla kustannuksilla ja epävarmuustekijöillä yhtiön tase-erien arvostukseen liittyen.¹⁸⁷ Tämä kiihtyvä arvonaleneminen tekee velkakonversiossa annettavien osakkeiden arvostamisesta sitä haastavampaa, mitä heikommassa taloudellisessa asemassa velallisyhtiö on.

Saatavan arvostamisen osalta lähtökohtana voidaan pitää saatavan arvostamista käypään arvoonsa, kun sitä käytetään pääomasijoituksen maksamiseen.¹⁸⁸ Käyvällä arvolla tarkoitetaan ”arvioitua hintaa vaihdossa, jossa omaisuus- tai velkaerä vaihtaa hallintaa määriteltyjen asioista perillä olevien ja vaihtoon halukkaiden osapuolten välillä ja joka heijastaa kunkin osapuolen etuja”.¹⁸⁹ Käypä arvo voi hyvinkin olla sama kuin saatavan nimellisarvo, eli alkuperäinen nimellinen velkasumma, mutta kun saneerauksessa velallisyhtiön maksukyky on lähtökohtaisesti heikentynyt, saatavan arvona tulisi käyttää sen todennäköistä kaupallista arvoa. Kysymys kulminoi tuu siis siihen, mikä on se taloudellinen arvo, jonka velallisyhtiö saa edukseen siitä, ettei sen tarvitse maksaa velkaansa takaisin velkojalle.¹⁹⁰

Sääntelyratkaisu saattaa aiheuttaa velallisyhtiön osakkeiden ja saatavien arvostusta koskevia erimielisyyksiä, sillä uusi sääntely ei tarjoa suoria vastauksia konvertoitavan velan ja annettavien osakkeiden arvostuskysymyksiin.¹⁹¹ Ratkaisu on kuitenkin ymmärrettävä, kun otetaan huomioon arvonmääritysmenetelmien moninaisuus ja tapauskohtaisesti vaihtelevien olosuhteiden merkitys. Samalla tämä korostaa riskiä erimielisyyksien syntymiselle. Erityisesti sellaisissa tilanteissa, joissa velallisyhtiön taloudellinen tilanne on erittäin heikko ja oman pääoman arvo lähentelee nollaa, arvostuskysymykset ovat erittäin alttiita aiheuttamaan intressiristiriitoja asianosaisten välille. *De lege ferenda* voisikin olla perusteltua harkita joko arvostuskysymyksiä koskevan erityissääntelyn lisäämistä tai saneeraustuomioistuimelle toimivallan antamista nimetä riippumaton asiantuntija ratkaisemaan arvostuskysymykset erimielisyystilanteissa. Tukea viimeksi mainitulle ratkaisumallille voidaan hakea OYL 18 luvun mukaisista vähemmistöosakkeiden lunastusmenetelyistä, joita koskevat riidat on säädetty ratkaistaviksi välimiesmenettelyssä. Välimiehillä on tehtävän vaatima juridinen tai taloudellinen asiantuntemus ja usein keskeistä onkin lunastushinnan

¹⁸⁷ Ks. Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 42. Muita merkittäviä, kiihtyvää arvonalentumista selittävinä tekijöinä voidaan mainita mm. luottoehtojen heikentyminen, käyttöpääoman saatavuuden heikentyminen, korkeammat rahoituskustannukset, tase-erien arvostaminen pakkomyynnin lähtökohdista, ulkopuoliset konsultaatiokustannukset, investointimahdollisuuksien puutteellisuus, johdon keskittyminen lyhytjänteisiin kysymyksiin, häiriöt päivittäisessä liiketoiminnassa sekä yhtiön intressitahojen väliset konfliktit. Ks. myös Stanghellini ym. 2018, s. 64.

¹⁸⁸ Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 231.

¹⁸⁹ Seppänen 2018, s. 16.

¹⁹⁰ Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 231–232.

¹⁹¹ Ks. Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry. s. 4. ja Finanssiala. s. 2.

määrittäminen, jolloin tehtävän edellyttämällä asiantuntemuksella tarkoitetaan erityisesti pe-rehtyneisyyttä yritysten ja niiden osakkeiden arvon määrittämiseen.¹⁹² Vastaavan mekanismin ulottaminen konversiosaneerauksen arvostuskysymyksiin voisi olla johdonmukaista OYL:n sääntelyn valossa. Samalla se tarjoaisi asianosaisille ennustettavan ja oikeudenmukaisen menettelyn arvostamista koskevien erimielisyyksien ratkaisemiseksi.

4.1.3 Korostunut johdon vastuu saneerauksen ajoittamisessa

OYL 1:8:n mukaan ”*yrityksen johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua*”. Säännös ilmentää yhtiön johdolle asetettua huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitetta.¹⁹³ Yhtiön edun mukaisella toiminnalla viitataan toimimiseen yhtiön tarkoituksen mukaisesti, mikä käytännössä tarkoittaa voiton tuottamiseen ja osakkeenomistajien sijoitusarvon maksimoimiseen tähtäävää toimintaa.¹⁹⁴ Tämä velvoite pitää sisällään hallituksen vastuun yhtiön taloudellisen tilan valvomisesta, johon kuuluu myös yhtiön osakepääoman pysyvyyttä ja menettämistä koskeva ilmoitusvelvollisuus. Yhtiön hallituksen on nimittäin OYL 20:23.1:n nojalla tehtävä viipymättä ilmoitus osakepääoman menettämisestä, mikäli yhtiön oma pääoma on taseen perusteella menetetty kokonaan. Julkisessa osakeyhtiössä sen sijaan yhtiön tulee OYL 20:23.3:n mukaan kutsua yhtiökokous koolle silloin, kun yhtiön oma pääoma on alle puolet osakepääomasta. Tämän johdon vastuun voidaan nähdä korostavan velkakonversion käyttömahdollisuuden merkitystä myös varsinaisen insolvenssioikeuden ulkopuolella.¹⁹⁵

Yhtiön johdon katsotaan toimineen riittävän huolellisesti silloin, kun hallitus toimii OYL:n, yhtiöjärjestyksen ja muiden lakien mukaisesti ja arvioi huolellisesti päätökset, hankkien ennen päätöksentekoa riittävät tiedot samalla arvioiden näistä päätöksistä johtuvan riskin ja tuoton suhteen oikein. Lisäksi hallituksen on pidettävä yhtiön etua aina tärkeimpänä ohjaavana tekijänä päätöksenteossa eikä kukaan hallituksessa saa tehdä päätöksiä ollessaan esteellinen.¹⁹⁶ Johdon vastuuta tehostaa lisäksi OYL 22:1:n mukainen vahingonkorvausvelvollisuus, joka voi toteutua hallituksen jäsenen kohdalla huolellisuusvelvollisuuden rikkomisesta yhtiölle aiheutuneen vahingon takia. Yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta velkakonversion toteuttaminen voidaan nähdä

¹⁹² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2025, 18 luku. Vähemmistöosakkeiden lunastaminen.

¹⁹³ Lautjärvi 2017, s. 49.

¹⁹⁴ Horttanainen – Rasila – Virtanen 2016, s. 74. Yhtiön etu tarkoittaa kaikkien yhtiön osakkeenomistajien yhteistä etua.

¹⁹⁵ Ks. Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 30. Alaviite 87. Osakepääoman menettämistä koskeva rekisteri-ilmoitus voidaan poistaa, kun yhtiön osakepääoma on asianmukaisen selvityksen tai taseen perusteella yli puolet yhtiön kokonaispääomasta.

¹⁹⁶ Hannula – Kari – Mäki 2014, s. 99.

keinona, jolla yhtiön johto voi edesauttaa näiden velvoitteidensa noudattamista erityisesti insolvenssimenettelyiden ulkopuolella.¹⁹⁷ Johdon vahingonkorvausvelvollisuutta korostaa muun muassa Yhdistyneessä kuningaskunnassa omaksuttu *wrongful trading* -sääntely sellaisissa tilanteissa, joissa yrityksen johdon olisi tullut ymmärtää, ettei liiketoiminnan jatkamiselle ole enää edellytyksiä. *Wrongful trading* -vastuun luovaa seikastoa vastaava seikasto voisi olla pohjana myös johdon vahingonkorvausvastuulle, mutta keskeiseksi eroksi muodostuu syy-yhteyden vaatimus, jota ei *wrongful trading* -vastuuseen kuulu.¹⁹⁸

Suomessa yhtiöllä ei ole laissa säädettyä velvollisuutta asettaa yhtiötä selvitystilaan tai likvidaatiomenettelyyn, mutta johdon huolellisuusvelvollisuuden kautta arvioituna tällainen velvollisuus saattaa olla käsillä silloin, kun yhtiön johto on ollut tietoinen taloudellisen aseman korjaamiskelvottomuudesta ja siten maksukyvyttömyysmenettelyyn päätyminen välttämättömydestä.¹⁹⁹ Tällainen johdon vastuun korostuminen on tunnistettu myös EU-tasolla, sillä Euroopan parlamentin ja Neuvoston direktiiviehdotuksen maksukyvyttömyyslainsäädännön tiettyjen näkökohtien yhdenmukaistamisesta (COM(2022) 702) 36 artiklan mukaan jäsenvaltioiden olisi varmistettava, että oikeushenkilön johtajat ovat velvoitettuja jättämään maksukyvyttömyysmenettelyn aloittamista koskevan hakemuksen tuomioistuimelle viimeistään kolmen kuukauden kuluttua siitä, kun yhtiön johtajat ovat tulleet tietoisiksi oikeushenkilön maksukyvyttömyydestä. Maksukyvyttömän oikeushenkilön johtajat olisivat direktiiviehdotuksen 37 artiklan mukaisesti vastuussa velkojille 36 artiklan mukaisen veloitteen laiminlyönnistä aiheutuneesta vahingosta.

Uuden konversiosaneeraussääntelyn ja erityisesti siihen liittyvän saneerausohjelman pakkovahvistamismenettelyn myötä johdon vastuu voisi aktualisoitua sellaisissa tilanteissa, joissa yhtiön johto on laiminlyönyt huolellisuusvelvoitteensa viivyttämällä yhtiön saneeraukseen hakeutumista ja minkä takia saneerausohjelman mukainen velkakonversio vahvistetaan vastoin yhtiön osakkeenomistajien suostumusta. Tällöin voidaankin kysyä, onko yhtiön johto vastuussa osakkeenomistajien omistuksen täysimääräisestä menettämisestä ja omistuksen siirtymisestä velkojille.

Liiketoiminnallisesti epäonnistunut päätös ei johda johdon korvausvelvollisuuteen, kunhan päätös on perustunut asianmukaisiin selvityksiin ja objektiiviseen harkintaan olosuhteisiin nähden.

¹⁹⁷ Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 30.

¹⁹⁸ Kärki 2020, s. 1 ja 18.

¹⁹⁹ Kärki 2020, s. 16–17.

Tämä ns. *business judgement rule* -periaate soveltuu kaikkiin OYL:n mukaisesti tehtyihin päätöksiin.²⁰⁰ Käsillä oleva kysymys liittyy enemmänkin onnistuneen päätöksen tekemättä jättämiseen tilanteissa, joissa yhtiön osakkeenomistajien omistus olisi voitu johdon päätöksellä säilyttää joko osaksi tai kokonaan. Kuten toisaalta jäljempänä luvussa 4.3.1 käy ilmi, esimerkiksi suuryhtiöiden kohdalla yhtiön hakeutuminen varhaiseenkin saneeraukseen ei poista mahdollisuutta velkakonversion toteuttamiselle osakkeenomistajien vastustuksesta huolimatta. Tämä tarkoittaa sitä, että hakeutuessaan varhaisessakin vaiheessa saneeraukseen, yhtiön johto joutuu ottamaan riskin osakkeenomistajien omistuksen täysimääräisestä menettämisestä. Toisaalta mitä varhaisemmassa vaiheessa saneeraukseen hakeudutaan, sitä todennäköisemmin saneeraus onnistuu, sillä kriisi ei ole ehtinyt syventyä ja velallisyhtiön liiketoiminnan tervehdyttämisedellytykset ovat paremmat. Lisäksi varhaisessa vaiheessa velallisyhtiön arvo on lähtökohtaisesti korkeampi, jolloin velkakonversiossa annettavien osakkeiden arvostus muodostuu korkeammaksi ja osakkeenomistajien omistus dilutoituu todennäköisesti vähemmän kuin tilanteessa, jossa saneeraukseen hakeudutaan vasta yhtiön taloudellisen tilanteen merkittävästi heikennyttyä.

Korvausvastuuseen johtavana huolimattomuutena on oikeuskäytännössä pidetty tyypillisesti sellaisia tilanteita, joissa yhtiölle aiheutuu ylimääräisiä kuluja tai joissa yhtiö ei saa sille kuuluvia tuloja tai muita hyötyjä. Arvioinnissa otetaan huomioon verrokkitalanteet, joissa yhtiö olisi huolellisesti toimien paremmassa asemassa.²⁰¹ Yhtiön johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus perustuu yhtiön ja sen johdon väliseen päämies-agentti-suhteeseen (*principal-agent relationship*).²⁰² Nämä velvollisuudet ovat niin sanottuja fidusiaarisia velvollisuuksia, jotka perustuvat erityisestä asemasta seuraavaan luottamussuhteeseen hoitaa toisen henkilön asioita.²⁰³ Yhtiön johdolle asetettu huolellisuusvelvollisuus suojaa lähtökohtaisesti yhtiötä ja yhtiön johto on tätä tehtävää suorittaessaan vahingonkorvausvelvollinen huolellisuusvelvollisuutensa rikkomisesta yhtiölle. Osakkeenomistajat kantavat ”päämiehenä” riskin siitä, että yhtiön johto toimii yhtiön parhaaksi ja näin myös osakkeenomistajien taloudellisten etujen maksimoimiseksi.²⁰⁴

²⁰⁰ Horttanainen – Rasila – Virtanen 2016, s. 74.

²⁰¹ Hannula – Kari – Mäki 2014, s. 99.

²⁰² Lautjärvi 2017, s. 37–38. Osakeyhtiössä päämies-agentti-suhteita voidaan tarkastella kolmessa eri reaaliossa: yhtiön osakkeenomistajien ja johdon välillä, yhtiön enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä sekä yhtiön osakkeenomistajien ja yhtiön eri sidosryhmien, kuten velkojien välillä. Yleisimmin päämies-agentti-suhde mielletään osakkeenomistajien ja yhtiön johdon väliseksi suhteeksi.

²⁰³ Nyström 2016, s. 50. Yhtiöoikeudessa fidusiaarisilla velvollisuuksilla tarkoitetaan tyypillisesti sekä huolellisuus- että lojaliteettivelvollisuutta. Molemmilla velvollisuuksilla pyritään siihen, että agentti toimisi päämiehen edun mukaisesti.

²⁰⁴ Lautjärvi 2017, s. 38 ja 49.

Konversiosaneeraussäätely luo johdon vastuun näkökulmasta kaksisuuntaisen kannustinvaikutuksen. Yhtäältä pakkovahvistamismahdollisuus kannustaa yhtiön johtoa hakeutumaan saneeraukseen riittävän varhaisessa vaiheessa, jolloin velkakonversion toteuttamisen edellytykset ovat paremmat ja osakkeenomistajien omistuksen säilymiselle on vielä tosiasialliset mahdollisuudet. Kuten Keskuskauppakamari on lausunnossaan eduskunnan lakivaliokunnalle todennut, konversiosaneeraus luo osakkeenomistajille kannustimia valvoa yhtiön johdon suoriutumista, sillä yhtiön johdon viivytellessä esimerkiksi saneeraukseen hakeutumista saattaa johtaa osakkeenomistajien omistuksen täysimääräiseen menettämiseen saneerausohjelman pakkovahvistamisen seurauksena.²⁰⁵

Toisaalta on otettava huomioon, että yhtiön koolla on tässä merkitystä: suuryhtiöissä osakkeenomistajien vastustamisesta huolimatta riski saneerausohjelman pakkovahvistamiselle on olemassa jo varhaisessa saneerausmenettelyssä, kun taas keskisuurissa yhtiöissä riski aktualisoi- tuu vasta perusmuotoisessa saneerauksessa. Pien- ja mikroyrityksissä pakkovahvistaminen ei ole lainkaan mahdollista ilman osakkeenomistajien suostumusta, jolloin johdon vastuuseen liit- tyvä kysymys ei nouse samalla tavoin esiin. Johdon vahingonkorvausvastuu osakkeenomistajien omistuksen menettämisestä lienee käytännössä vaikea toteuttaa *business judgement rule* -peri- aatteen takia, mutta jo pelkkä korvausvastuun mahdollisuus saattaa ohjata yhtiön johtoa entistä huolellisempaan ja ennakoivampaan toimintaan yhtiön kohdatessa taloudellisia haasteita. Edellä kuvatun wrongful trading -säätelyn omaksuminen toisaalta laajentaisi johdon vastuuta suhteessa OYL 22:1:n mukaiseen vahingonkorvausvelvollisuuteen erityisesti syy-yhteysvaati- muksesta luopumisen kautta.²⁰⁶

4.2 Säätely insolvenssioikeudellisesta näkökulmasta

4.2.1 Ehdottoman etuoikeuden periaate pakkovahvistustilanteissa

Ehdottoman etuoikeuden periaate (*Absolute Priority Rule*, APR) edellyttää, että saneerausohjel- masta äänestettäessä ohjelman vahvistamista vastaan äänestäneen ryhmään kuuluvien velko- jien saatavat suoritetaan täysimääräisesti ennen kuin heikomman etuoikeusaseman omaava ää- nestysryhmä voi saada suorituksia saatavalleen tai säilyttää etujaan saneerausohjelmassa.²⁰⁷ Säätö kuvastaa perinteistä maksunsaantijärjestystä, jossa vakuusvelkojat saavat suorituksen

²⁰⁵ Ks. Keskuskauppakamari s. 2.

²⁰⁶ Kärki 2020, s. 20.

²⁰⁷ Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 93.

saatavalleen ensin, vakuudettomat velkojat sen jälkeen ja lopulta viimeksi suoritettavat saatavat saavat suorituksen saatavalleen, jos jaettavia varoja on enää jäljellä.²⁰⁸ APR:n voidaan nähdä perustuvan siten ajatukseen ehdottomasta ja kiinteästä maksunsaantijärjestyksestä, jonka mukaan huonommalla etuoikeudella oleville saataville ei voida maksaa suorituksia lainkaan, ennen kuin paremmalla etuoikeudella olevat saatavat on maksettu täysimääräisesti.²⁰⁹

Viime kädessä APR:n taustalla vaikuttaa Thomas Jacksonin ja Douglas Bairdin kehittämä taloudellirationaalinen teoria, jonka ydinajatus on siinä, että kollektiivinen insolvenssioikeus on olemassa velkojien täytäntöönpanointressien toteuttamista varten. Teoriaan kytkeytyy läheisesti Jacksonin kehittämä *creditors' bargain* -malli, jonka mukaan insolvenssimenettely voidaan nähdä järjestelmänä, joka heijastaa sitä hypoteettista sopimusta *ex ante*, jonka velallisyhtiön velkojat tekisivät keskenään ennen velallisyhtiön maksukyvyttömyyttä, mikäli tämä olisi ollut mahdollista. Jackson on esittänyt tälle sopimusoletukselle kolme pääargumenttia: ensinnäkin velkojat haluavat ennemmin torjua velallisyhtiön maksukyvyttömyydestä aiheutuvaa riskiä kuin spekuloida mahdollisilla epävarmoilla strategisilla eduilla. Toiseksi kollektiivimenettelyssä velkojat säästyvät yksilöllisistä perintätoimista aiheutuvilta kuluilta ja kolmanneksi koordinoitu kollektiivimenettely mahdollistaa velallisyhtiön varallisuuden kasvattamisen ja näin velkojien kokonaisyödyn lisäämisen. Teoriassa kollektiivinen insolvenssimenettely pakottaa velkojat kollektiiviseen perintään ja mahdollistaa velkojien yhteisen edun toteutumisen, mutta tällainen kollektiivinen menettely on oikeutettu ainoastaan silloin, kun se edistää velkojien yhteistä etua heidän kokonaisyötyänsä toteuttavalla tavalla.²¹⁰

Suhteellisen etuoikeuden periaate (*Relative Priority Rule*, RPR) sen sijaan edellyttää, että kun saneerausohjelman hyväksymisestä äänestetään ryhmittäin ja jos eri äänestysryhmät ovat erimielisiä, paremman etuoikeuden omaavia äänestysryhmiä kohdellaan suotuisammin kuin muita, heikomman etuoikeusaseman omaavia äänestysryhmiä.²¹¹ RPR nojautuu näin ajatukselle siitä, ettei maksunsaantijärjestyksen täydy olla täysin ehdoton, kunhan tavoite siitä, että paremmalla etusijalla olevien saatavien velkojille taataan parempi taloudellinen asema kuin heikommalla etusijalla olevien saatavien velkojille, toteutuu.²¹² RPR ei näin ollen edellytä, että paremman etusijan velkojien saatavat maksetaan täysimääräisesti ennen kuin muille velkojaryhmien saataville

²⁰⁸ Lubben 2016, s. 581.

²⁰⁹ Hupli. s. 2.

²¹⁰ Hupli 2004, s. 46 ja 50–51.

²¹¹ Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 93.

²¹² Hupli. s. 2.

voidaan maksaa suorituksia. Sen sijaan paremman etuoikeuden saatavien velkojia tulee kohdella ”suotuisammin”.²¹³

Kuten jo aiemmin luvussa 3.3.5 on käynyt ilmi, konversiosaneerauksessa lähtökohdaksi on otettu velkojen välisten suhteen lisäksi myös osakkeenomistajien ja velkojien väliseen suhteeseen sovellettava ehdottoman etuoikeuden periaate. Jos nimittäin yksikin velkojaryhmä äänestää ohjelman hyväksymistä vastaan ja jää ohjelman mukaan vaille täyttä suoritusta saatavalleen, ei velallisyhtiön osakkeenomistajille jää lähtökohtaisesti lainkaan omistusosuutta yhtiössä. Ehdottoman etuoikeuden periaatetta sovelletaan luonnollisesti vain saneerausohjelman pakkovahvistamisessa, sillä yksimielisessä vahvistamisessa äänestysryhmät voivat sopimusvapauden ansiosta sopia keskinäisistä etuoikeuksistaan haluamallaan tavalla.²¹⁴ Ryhmäenemmistövahvistamisessa puolestaan sovelletaan lähtökohtaisesti suhteellisen etuoikeuden periaatetta.

Ehdottoman etuoikeuden säännön soveltamisesta konversiosaneerauksessa laaditun saneerausohjelman pakkovahvistamisesta on esitetty varsin erisuuntaisia näkemyksiä. Ehdottoman etuoikeuden on katsottu rajoittavan tarpeettomasti saneerausohjelman liikkumavaraa ja osapuolten välistä sopimusvapautta, minkä lisäksi sääntelyn on nähty johtavan kohtuuttomiin seurauksiin viimesijaisten velkojien ja osakkeenomistajien näkökulmasta, joilla ei ole oikeutta minäkäänlaiseen taloudelliseen etuun, jos paremmalla sijalla olevien velkojien saatavia leikataan.²¹⁵ Vaikka sääntelyratkaisua on pidetty sinänsä loogisena MJL:n valossa, on ratkaisun nähty mahdollisesti ehkäisevän konversiosaneerauksia ja toisaalta saneeraukseen hakeutumista ylipäättään.²¹⁶

Sen sijaan, että periaatevalintaa arvioidaan vain sillä perusteella, kumpi periaate heijastaa paremmin asianosaisten konkurssiasetelmia, voidaan merkityksellisempänä nähdä kysymys siitä, kumpi periaate tehokkaammin ehkäisee niin sanottua hold up -ongelmaa. Tällä viitataan tilanteeseen, jossa osapuoli käyttää saneerausmenettelyn rakennetta hyväkseen estääkseen arvoa maksimoivan uudelleenjärjestelyn tai kiristääkseen itselleen lisäsuorituksia muilta osapuolilta. Sellainen sääntely, joka sallii velallisen käyttää konkurssiuhkaa parempisijaisten velkojien saatavien alentamiseen, synnyttää hold up -ongelman, kuten myös sääntely, joka antaa parempisijaisille velkojille mahdollisuuden tuhota huonommalla sijalla olevien velkojien saatavien optioarvon.²¹⁷

²¹³ Ballerini 2021, s. 8.

²¹⁴ Hupli s. 2–3.

²¹⁵ KAM/63/2025. s. 2.

²¹⁶ Kriittistä näkökulmaa APR:n soveltamisesta mm. Linna. s. 3., Suomen Yrittäjät. s. 2–3. ja KAM/63/2025. s. 2–3.

²¹⁷ Casey 2020, s. 1765–1766.

Näin ollen APR ja toisaalta RPR muodostavat kumpikin omat hold up -kannustimet vastakkaisille osapuolille.

Tässä vaiheessa on syytä ottaa huomioon, että Euroopan parlamentin ja Neuvoston direktiivi (EU) 2019/1023 (saneerausdirektiivi) mahdollistaa pakkovahvistamistilanteissa sovellettavan periaatteen valitsemisen kansallisesti. Saneerausdirektiivi asettaa jäsenvaltioille vähimmäisvaatimukseksi suhteellisen etuoikeuden periaatteen soveltamisen. Vaihtoehtoisten etuoikeusperiaatteiden soveltamista on perusteltu seuraavasti: *”Jäsenvaltioiden olisi voitava suojata eri mieltä olevaa asianosaisten velkojien ryhmää varmistamalla, että sitä kohdellaan vähintään yhtä suotuisasti kuin mitä tahansa muuta samassa etuoikeusasemassa olevaa ryhmää ja suotuisammin kuin etuoikeusasemaltaan heikompia ryhmiä. Vaihtoehtoisesti jäsenvaltiot voisivat suojata eri mieltä olevaa velkojaryhmää varmistamalla, että tällaisen eri mieltä olevan velkojaryhmän saata- vat maksetaan täysimääräisesti, jos etuoikeusasemaltaan heikompia ryhmä saa suorituksia tai säilyttää etuja uudelleenjärjestelyohjelmassa.”*

Suomessa on siten implementoitu saneerausdirektiivi varsin ankarasti ja liikkumavaraa kiistatta olisi myös suhteellisen etuoikeuden suuntaan, jolloin asiaan osallisilla olisi vapaampi mahdollisuus neuvotella saneerausohjelman ehdoista ja velallisyhtiön osakkeenomistajat ja muutkin viimesijaiset velkojat voisivat saada taloudellista hyötyä, mikäli velallisyhtiön liiketoiminta saadaan onnistuneen saneerauksen myötä kannattavaksi.²¹⁸ Sinänsä huoli siitä, ettei ehdottoman etuoikeuden periaatteen soveltaminen kannusta maksuvaikeuksissa olevaa yhtiötä hakeutumaan saneeraukseen, on perusteltu, sillä konversiosaneerauksessa toteutettava saneerausohjelman pakkovahvistaminen APR:n myötä johtaa lähtökohtaisesti velallisyhtiön osakkeenomistajien koko osakekannan menettämiseen, jolloin osakkeenomistajien asema ei juurikaan eroa tilanteesta, jossa velallisyhtiö asetettaisiin konkurssiin.

Ehdottoman etuoikeuden periaate on jo ennen konversiosaneerausta koskevaa sääntelyäkin soveltunut velkojien väliseen suhteeseen pakkovahvistamistilanteissa. Tähän linjaan keskeisenä suunnannäyttäjänä on toiminut korkeimman oikeuden ratkaisu KKO 2003:73, jonka perusteissa ehdottoman etuoikeuden periaatteen voimassaoloa pidettiin itsestään selvänä saneerausohjelman pakkovahvistamisessa. Pakkovahvistamistilanteissa lähtökohtana on siten ollut pitkään velkajärjestelyn kohteeksi joutuneiden parempisijaisten vaatimusten täysimääräinen to-

²¹⁸ LaVM 17/2025 vp, s. 6.

teuttaminen ennen huonommalla sijalla olevia vaatimuksia. Tämä lähtökohta mukailee konkurs-
sissa suoraan sovellettavaa legaalista etuoikeusjärjestystä.²¹⁹ Lienee siis perusteltua ulottaa eh-
dottoman etuoikeuden periaate myös velallisyhtiön velkojien ja osakkeenomistajien väliseen
suhteeseen saneerausohjelman pakkovahvistamisessa.

Ratkaisusta KKO 2003:73 on kuitenkin seurannut tulkintaongelma tilanteissa, joissa saneeraus-
ohjelma vahvistetaan ryhmäenemmistöjen suostumuksella. Korkein oikeus ei nimittäin ratkai-
sensa perusteluissa selventänyt, oliko kyseessä saneerausohjelman pakkovahvistaminen vai
vahvistaminen ryhmäenemmistöjen suostumuksella. Tämä on osaltaan johtanut siihen, että eh-
dottoman etuoikeuden periaatetta on mahdollista soveltaa laajemmin kuin laissa säädetään ja
toisaalta ehdottoman etuoikeuden soveltamiseksi ryhmäenemmistöjen kannattamassa sanee-
rausohjelmassa voidaan vedota kyseiseen ratkaisuun. Tämä tulkintaongelma jäi ratkaisematta
konversiosaneerausta koskevan uudistuksen yhteydessä.²²⁰ Voimassa olevan lain perusteella si-
nänsä on kuitenkin selvää, että ehdoton etuoikeus koskee ainoastaan saneerausohjelman pak-
kovahvistamista ja muutoin sovellettavaksi tulee lähtökohtaisesti suhteellisen etuoikeuden peri-
aate.

Kokonaisuutena ehdottoman etuoikeuden ulottaminen konversiosaneerauksessa myös velko-
jien ja osakkeenomistajien väliseen suhteeseen on johdonmukainen sääntelyratkaisu, joka vas-
taa MJL:n mukaista maksunsaantijärjestystä ja joka on jo pitkään ohjannut pakkovahvistamista
koskevaa oikeuskäytäntöä. Ratkaisu on perusteltu myös siitä näkökulmasta, että velallisyhtiön
osakkeenomistajilla on oikeus yhtiön varallisuuteen vasta kaikkien velkojen maksun jälkeen,
mikä on kiistaton lähtökohta esimerkiksi konkurssimenettelyissä. Pakkovahvistaminen on yritys-
saneerauksen viimesijainen keino saada saneerausohjelma vahvistettua, joten on johdonmu-
kaista heijastaa konkurssissa suoraan noudatettava maksunsaantijärjestys saneerausohjelman
pakkovahvistamiseen. APR:n liiallista jäykkyyttä koskeva kritiikki on kuitenkin perusteltua sanee-
rauksen hakeutumisen kynnyksen näkökulmasta, sillä jos velallisyhtiön osakkeenomistaja tietää
joka tapauksessa menettävänsä koko omistuksensa saneerauksessa, saattaa tämä kannustaa
ääritapauksissa jopa suoraan konkurssiin hakeutumiseen sen sijaan.

²¹⁹ Timonen (toim.) KKO 2003:73 Vaihtovelkakirjan vaihto-oikeus saneerausohjelmassa.

²²⁰ Ks. Tähtinen – Peldán – Dammert 2018, s. 39–40, Timonen (toim.) KKO 2003:73 Vaihtovelkakirjan vaihto-
oikeus saneerausohjelmassa ja Hupli. s. 3–4.

4.2.2 Velkakonversion pysyvyys jälkikonkurssissa

Kuten jo aiemmin luvussa 3.4 on käynyt ilmi, mikäli saneerausohjelma määrätään raukeamaan, sen voimassaolo lakkaa ja velkojilla on samanlainen oikeus suoritukseen saneerausvelasta kuin silloin, jos ohjelmaa ei olisi lainkaan vahvistettu. Samoin tilanteissa, joissa velallisyhtiö asetetaan konkurssiin ennen saneerausohjelman päättymistä, ohjelma raukeaa ja velkojien oikeudet konkurssissa määräytyvät samoin perustein kuin silloin, jos ohjelmaa ei olisi vahvistettu. Konversiosaneerauksessa velkojan oikeus alkuperäiseen suoritukseen ei kuitenkaan palaudu ohjelman rautessa, mikäli velkoja on ohjelman mukaisessa velkajärjestelyssä ottanut vastaan velallisyhtiön osakkeita tai muunlaisen osakkeisiin oikeuttavan sijaissuorituksen.²²¹

Oikeustila velkakonversion pysyvyyden suhteen ei sinänsä ole uuden sääntelyn myötä muuttunut, sillä jo Korkeimman oikeuden ratkaisussa KKO 1996:91 katsottiin, että saneerausmenettelyn aikana maksunsaantijärjestyksessä viimesijaiseksi pääomalainaksi konvertoitu saneerausvelka ei mahdollisessa velallisyhtiön jälkikonkurssissa palaudu täysimääräisesti valvottavaksi saatavaksi, vaan sitä kohdellaan MJL 6 §:ssä tarkoitettuna viimesijaisena saatavana. Ratkaisussa korkein oikeus katsoi, ettei saneerausohjelman raukeamisesta aiheutuvien oikeusvaikutuksien voida tulkita ulottuvan muihin kuin YSL:ssä lueteltuihin velkajärjestelykeinoihin. Tuolloin voimassa ollut laki ei tunnistanut velkakonversiota mahdollisena velkajärjestelyn keinona.

Ratkaisua velkakonversion pysyvyydestä voidaan puolustaa toteamalla, että vieraan pääoman velkoja, joka suostuu saataviensa konvertointiin, kasvattaa riskiään velallisyhtiön maksukyvyttömyydestä takasijaistamalla saatavansa. Jotta tuo riskin kasvaminen olisi todellista, on konversion pysyttävä voimassa myös velallisyhtiön konkurssissa. Muutenhan riski olisi tosiasiallisesti vain näennäinen, kun saneerausohjelman rautessa velkojan saatava palautuisi MJL 2 §:n mukaiseksi, yhdenvertaisesti velkojille maksettavaksi saatavaksi.²²²

Toisaalta konversion pysyvyys voidaan nähdä myös velkojien yhdenvertaisuutta koskevana kysymyksenä erityisesti sellaisissa tilanteissa, joissa velkakonversion toteuttaminen saattaa olla ainoa keino välttää velallisyhtiön konkurssi. Tällöin saataviaan konvertoivat velkojat ottavat korostuneen suuren riskin saataviensa konvertoitujen osan menettämiseksi. Mikäli velallisyhtiö tosiaan asetetaan konkurssiin, menettävät osakkeenomistajat osakkeidensa arvon samalla kun ne velkojat, jotka kieltäytyivät saataviensa konvertoinnista, saavat valvoa saatavansa täysimääräisenä.

²²¹ Ks. HE 153/2025 vp, s. 127.

²²² Ks. Hupli. s. 1 ja Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 171.

Tällöin konversiosaneerauksen mahdollistaneet velkojat joutuvat muita velkojia heikompaan asemaan velallisyhtiön konkurssissa.²²³

Huolta velkojien välisen yhdenvertaisuuden toteutumisesta ei kuitenkaan tarvinne ottaa tässä tapauksessa kovinkaan raskaasti, onhan velkakonversiossa kyse paljon muustakin kuin pelkästään YSL:ssä tarkoitettusta velkajärjestelykeinosta. Kuten jo edellä on käynyt ilmi, velkakonversion toteuttaminen edellyttää lukuisten yhtiöoikeudellisten toimenpiteiden suorittamista. YSL:n lähtökohtana kuitenkin on, ettei ohjelman raukeaminen vaikuta saneerausohjelman perusteella jo tehtyjen oikeustoimien pätevyYTEEN. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, etteivät konversiosaneerauksessa saneerausohjelman mukaisesti muutetut yhtiöoikeudellisetkaan oikeussuhteet palaudu ennalleen ohjelman myöhemmin rautessa. Mikäli yhtiöoikeudelliset oikeussuhteet voitaisiin palauttaa ohjelman rautessa ennalleen, olisi tämä ongelmallista erityisesti siksi, että konversion seurauksena syntyneet osakkeenomistajan oikeudet ovat voineet siirtyä edelleen kolmansille osapuolille tai muuttua muulla tavoin peruuttamattomasti sekä erilaisten rekisterimerkintöjen osalta.²²⁴

Lisäksi on syytä korostaa, että velkakonversioon suostuminen ja sen seurauksena velkojan saatavan muuntuminen viimesijaiseksi saatavaksi perustuu velkojan vapaaehtoiseen oikeustoimeen. Velkoja saa – ryhdyttyään velallisyhtiön osakkeenomistajaksi – kaikki tähän omistajuuteen liittyvät oikeudet vastineena siitä riskistä, minkä konversioon ryhtynyt velkoja samalla ottaa vastaan saneerausohjelman raukeamista silmällä pitäen. Jos konversioon suostuneen velkojan oikeus suoritukseen palautuisi saneerausohjelman rautettua ennalleen, mitään todellista riskiä velkakonversioon ei sisältyisi velkojan näkökulmasta.²²⁵

Velkakonversion pysyvyys jälkikonkurssissa on sääntelyratkaisuna perusteltu ja johdonmukainen. Pysyvyys ei ole konversiosaneerauksessa erillinen poikkeus, vaan luonteva seuraus siitä, että velkakonversio on luonteeltaan erilainen instrumentti kuin muut YSL 44 §:ssä luetellut velkajärjestelykeinot. Velkakonversio on peruuttamaton oikeustoimi, jonka yhtiöoikeudelliset vaikutukset syntyvät välittömästi asianmukaisten rekisterimerkintöjen kirjaamisen myötä. Nämä yhtiöoikeudelliset oikeusvaikutukset eivät myöskään ole palautettavissa ennalleen ilman, että tästä seuraavat vaikutukset eivät ulottuisi kolmansiin osapuoliin. Konversion pysyvyys merkitsee,

²²³ Ks. LaVM 17/2025 vp, s. 7 ja Linna. s. 2.

²²⁴ LaVM 17/2025 vp, s. 7. Yhtiöoikeudelliset oikeussuhteet ovat voineet muuttua esimerkiksi silloin, jos saneerausohjelman mukaisesti konvertoidut osakkeet on jo myyty eteenpäin uusille omistajille tai jos velallisyhtiön yhtiöjärjestykseen on tehty lisämuutoksia. Tällaisissa tilanteissa yhtiöoikeudellisten toimenpiteiden palauttamisesta johtuvat vaikutukset ulottuisivat konversioon alun perin ryhtyneiden velkojien lisäksi myös kolmansiin osapuoliin.

²²⁵ Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 171 ja LaVM 17/2025 vp, s. 7.

että konversioon suostunut velkoja ottaa todellisen riskin, jonka olemassaolo on välttämätön edellytys sille, että velkakonversio olisi saneerausinstrumenttina uskottava. Jos riski olisi näennäinen, velallisyhtiöllä tuskin olisi intressiä tarjota velkojaan konvertoitavaksi eikä velkojilla toisaalta olisi syytä konversiota vastustaa.

4.2.3 Julkisoikeudellisten velkojien asema

Julkisoikeudellisten velkojien asema konversiosaneerauksessa on herättänyt keskustelua eduskunnan lakivaliokunnalle annetuissa asiantuntijalausunnoissa. Julkisoikeudelliset velkojat on määritelty YSL 51.3 §:n 3 kohdassa ja nämä muodostavat oman velkojaryhmänsä saneerauksessa. Julkisoikeudellisella velkojalla tarkoitetaan sellaista velkojaa, joiden saatavat voidaan periä ilman tuomiota tai päätöstä niin kuin laissa verojen ja maksujen täytäntöönpanosta (706/2007, VeroTpL) säädetään.²²⁶ Käytännössä merkittävimpiä julkisoikeudellisia velkojia ovat muun ohella Verohallinto ja työeläkevakuutusyhtiöt. Julkisoikeudellisten velkojien asemaan ei liioin oteta konversiosaneeraussäätelyn esitöissä kantaa eikä näiden velkojien asemaa koskevia säännöksiä ole myöskään säädetty. Konversiosaneeraussäätely ei rajoita velkakonversion tarjoamista julkisoikeudellisille velkojille, mutta näiden tosiallinen mahdollisuus ottaa tarjottu velkakonversio vastaan on rajattu konversiosaneeraussäätelystä erilliseksi kysymykseksi, jota ei voida pelkäästä YSL:n säätelyyn puuttumalla ratkaista.²²⁷

Aiemmin alaluvussa 2.3.2 esitellystä Stockmann Oyj Abp:n saneerausohjelmaehdotuksessa julkisoikeudellisille velkojille tarjottiin mahdollisuutta konvertoida 20 prosentin leikattava osuus velallisyhtiön B-osakkeiksi, joten estettä konversion tarjoamiseen julkisoikeudellisille velkojille ei ole ollut aiemminkaan.²²⁸ Saneerauskäytännössä on kuitenkin huomattu, että julkisoikeudelliset velkojat suhtautuvat saataviensa konvertointiin varsin pidättyvästi. Tämä johtuu muun ohessa valtion virastojen ja laitosten tehtäviä ja toimintaa koskevasta lainsäädännöstä, joka osaltaan rajoittaa julkisoikeudellisten velkojien mahdollisuuksia velallisyhtiön omistajaksi ryhtymiseen. Näillä virastoilla ja laitoksilla ei toisaalta ole valmiita järjestelyjä, saati resursseja velallisyhtiön osakkeiden tai niihin oikeuttavien arvopapereiden hallinointiin.²²⁹

²²⁶ Ks. HE 152/2006 vp, s. 64. Hallituksen esityksessä ja YSL:ssä viitataan vanhentuneeseen verojen ja maksujen perimisestä ulosottoin annettuun lakiin (367/1961), joka on sittemmin korvattu VeroTpL:llä.

²²⁷ HE 153/2025 vp, s. 89 ja Valtiovarainministeriö. s. 5.

²²⁸ Selvittäjän saneerausohjelmaehdotus Stockmann Oyj Abp, s. 58–59. Verohallinto ei osallistunut leikatun saatavan tilalle tarjottuun velkakonversioon. Ks. Valtiovarainministeriö s. 5.

²²⁹ HE 153/2025 vp, s. 88–89.

Julkisoikeudellisiin velkoihin liittyvät ongelmat on tunnistettu jo niin alkuperäisen YSL:n esitöissä kuin vuoden 2007 sääntelyuudistuksenkin lainvalmistelussa. YSL:n varsin voimakasta yksityisoikeudellista lähtökohtaa ilmentää YSL 97 §, jonka taustalla on lähtökohta siitä, ettei viranomaisilla ole ilman erikseen säädettyä perustetta oikeutta luopua lakisääteisiin velvollisuuksiinsa perustuvien saatavien perinnästä.²³⁰ Toisaalta myös epäonnistuneet ja konkurssiin päättyneet saneeraukset ovat johtaneet johdonmukaisesti velallisyhtiön lisävelkaantumiseen ja tämä velkaantuminen koskee ennen kaikkea julkisoikeudellisia velkoja.²³¹ Vaikka julkisoikeudellisiin saataviin liittyvät ongelmat on jo ennen konversiosaneerausta koskevaa uudistusta tunnistettu, jätettiin kysymys jälleen avoimeksi, vaikka konversiosaneerauksen tehokas ulottaminen julkisoikeudellisiin velkoihin olisi saattanut ratkaista tämän ongelmakokonaisuuden kerralla. Nykyisen oikeustilan on katsottu asettavan julkisoikeudelliset velkojat epätasa-arvoiseen asemaan muihin velkoihin nähden.²³²

Velkakonversion ei ole nähty soveltuvan julkisoikeudellisiin velkoihin käytännössä ollenkaan,²³³ eikä konversiosaneeraussäätelystä seuraa muutosta tätä koskevaan oikeustilaan. Hyvänä esimerkkinä voidaan nostaa esiin yksi keskeisimmistä, ellei jopa keskeisin julkisoikeudellinen velkoja, Verohallinto, joka on Eduskunnan lakivaliokunnalle antamassaan lausunnossa nostanut esiin velkakonversion vastaanottamiseen liittyvän ristiriitatilanteen. Verohallinnon lakisääteinen tehtävä nimittäin on valvoa kaikkien verovelvollisten ilmoittamis- ja maksuvelvollisuuksien toteutumista, minkä yhteyteen ei ole mielekäästä sovittaa velallisyhtiön osakkeiden omistusta ja osakkeiden hallinnointia. Jotta Verohallinto – tai muu valtion viranomaistaho – voisi konvertoida saataviaan velallisyhtiön osakkeiksi, vaadittaisiin uutta lainsäädäntöä sijaissuoritusten vastaanottamisesta sekä erillistä järjestelyä siitä, että konvertoinnilla vastaanotetut osakkeet tulisivat jonkin muun tahon omistukseen valtiokonsernissa.²³⁴

Kun otetaan huomioon julkisoikeudellisten velkojien korostuneen keskeinen rooli onnistuneen saneerausmenettelyn läpiviennin kannalta, tulisi sääntelyä täsmentää *de lege ferenda* siten, että julkisoikeudellisten velkojien yhdenvertainen asema konversiosaneerauksessa turvataan niin, että julkisoikeudellisten velkojien olemattomat osallistumismahdollisuudet konversiosanee-

²³⁰ Ks. HE 182/1992 vp, s. 110–111.

²³¹ HE 152/2006 vp, s. 18.

²³² Ks. mm. Valtiovarainministeriö. s. 6, Verohallinto. s. 2, Suomen Asianajajat. s. 4 ja Insolvenssioikeudellinen yhdistys ry. s. 1.

²³³ Ks. Engelberg – Hupli – Villa, s. 82.

²³⁴ Verohallinto. s. 1.

raukseen otettaisiin huomioon, jotteivat mainitut rajoitteet voi johtaa julkisoikeudellisten velkojien saatavien leikkaamiseen suhteettomasti samalla, kun muut velkojat saavat täyden hyödyn irti velkakonversiosta.²³⁵

Toinen vaihtoehto on luoda tosiasialliset edellytykset julkisoikeudellisille velkojille velkakonversion vastaanottamiseksi. Tämä voitaisiin toteuttaa perustamalla uudenlainen hallintomalli, jonka toimesta julkisoikeudellisten velkojien osakkeiksi konvertoituja saatavia hallinnoisi jokin erillinen valtiokonsernin taho. Tämä taho voisi huolehtia omistusten säilyttämisestä, hallinnoinnista sekä realisoinnista. Tällainen hallintomalli voisi mahdollistaa julkisoikeudellisten velkojien osallistumisen velkakonversioon julkisen sektorin toimintaa rajoittavista teknisistä ja oikeudellisista rajoitteista huolimatta. Malli edistäisi vähintäänkin velkojien välistä yhdenvertaisuutta, mutta saattaisi myös tehostaa saneerausten tehokkuutta samalla, kun julkisoikeudellisten velkojien asema konversiosaneerauksessa selkeytyisi.²³⁶

Julkisoikeudellisten velkojien asema konversiosaneerauksessa jäänee sääntelyuudistuksen merkittävimmäksi ratkaisemattomaksi ongelmaksi. Vaikka ongelma ei ole uusi, on se jätetty huomiotta sääntelyuudistuksesta toiseen. Tämä on ongelmallista erityisesti, kun otetaan huomioon julkisoikeudellisten velkojien keskeinen rooli saneerausmenettelyissä. Julkisoikeudellisten velkojien epäedullinen asema muihin velkojiin nähden konversiosaneerauksessa on omiaan heikentämään velkakonversion käyttöä yrityssaneerauksessa, minkä vuoksi sääntelyuudistuksen yhteydessä olisi ollut perusteltua sisällyttää lainsäädäntöön sääntelyä julkisoikeudellisten velkojien aseman turvaamiseksi.

4.3 Perustuslain 15 §:n mukainen omaisuudensuoja ja pakkovahvistaminen

”Jokaisen omaisuus on turvattu”

Näin on kirjattu PL 15 §:ään, omaisuudensuojaa koskevaksi perusoikeudeksi. Konversiosaneeraukseen liittyvät, PL 15 §:n valossa turvattavat intressit koskevat sekä yhtiön osakkeenomistajien osakevarallisuutta että velallisyhtiön velkojien saatavia. Suomalaiset ovat kolmen eri perus- ja ihmisoikeuksien suojajärjestelmien piirissä, joista ensimmäinen on PL:n 2 luvusta ilmenevä perusoikeusluettelo. Tätä kansallista suojajärjestelmää täydentää kansainväliset ihmisoikeussopimukset, joista tärkeimpänä voitaneen mainita Euroopan ihmisoikeussopimus (SopS

²³⁵ Julkisoikeudellisten velkojien roolin täsmentämisestä ks. mm. Suomen Asianajajat. s. 4, HHO/5501/2025. s. 3, Finnvera Oyj s. 1–2 ja Valtiokonttori. s. 1.

²³⁶ Hallintomallista ks. mm. Insolvenssioikeudellinen yhdistys ry. s. 1, Finnvera Oyj s. 2 ja Verohallinto. s. 1.

18/1990, EIS) ja erityisesti sen 1. lisäpöytäkirjan 1 artikla, jossa jokaisen luonnollisen ja oikeushenkilön omaisuus on suojattu. Kolmas suojajärjestelmä puolestaan rakentuu Euroopan unionin perusoikeusjärjestelmän varaan, jossa omaisuudensuojasta säädetään muun muassa EU:n perusoikeuskirjan 17 artiklassa.²³⁷

Perus- ja ihmisoikeudellinen viitekehys on syytä ottaa huomioon arvioitaessa yhtiön osakkeenomistajien ja toisaalta yhtiön velkojien omaisuuden suojaa. Kyse on velallisyhtiön osakkeenomistajien ja velkojien intressien välisestä punninnasta. On sinänsä selvää, että konkurssitilanteissa oikeussuojatarve on velkojilla, sillä osakkeenomistajilla ei tällöin ole enää suojattavaa omaisuutta jäljellä. Yrityssaneerauksessa tilanne on kuitenkin monimutkaisempi, sillä intressipunninnassa on tällöin otettava huomioon saneerausmenettelyn tarjoama lisäarvo konkurssimenettelyyn verrattuna, jolloin kysymys on tämän lisäarvon oikeudenmukaisesta jakautumisesta osakkeenomistajien ja velkojien välillä.²³⁸ Omaisuudensuojan perusoikeudellista luonnetta arvioitaessa on syytä ottaa huomioon, että PL 15 §:n mukainen omaisuudensuoja ei ole luonteeltaan ehdoton, joten sen rajoittaminen on sallittua, mikäli rajoitus on perusoikeuksien yleisten rajoitus-edellytysten mukainen. Perusoikeuksien rajoituksen tulee muun ohessa perustua lakiin ja rajoituksen tulee olla tarkkarajainen ja täsmällisesti määritetty. Lisäksi rajoituksen tulee olla hyväksyttävä ja suhteellisuusvaatimuksen mukainen.²³⁹

Omaisuudensuojan tehokkuus riippuu ensi kädessä siitä, kuinka läheinen yksilöllinen kytkentä kulloisellakin varallisuusedulla on. Mitä vahvempi kytkentä jollain varallisuusedulla on yksilön perusoikeuksiin, sitä vahvempaa suojaa se nauttii. Suhteellisuuden valossa puolestaan olennaista on ottaa huomioon, että suojan tehokkuus saattaa vaihdella merkittävästikin kulloisenkin varallisuusedun ratkaisutilanteen mukaan.²⁴⁰ Konversiosaneerauksessa velallisyhtiön osakkeenomistajien omistuksen suojan vahvuus riippuukin erityisesti siitä, kuinka kiinteästi osakkeenomistus liittyy heidän toimeentuloonsa. Pakkovahvistamistilanteissa velallisyhtiön oma pääoma saattaa olla jo negatiivinen, jolloin velallisyhtiön osakkeenomistajilla ei ole enää *de facto* suojattavaa omaisuutta jäljellä. Tällöin omaisuudensuojan turvaaminen siirtyy pääosin tai kokonaan velkojien saatavien turvaamiseen. Pakkovahvistamisen oikeuttavana tekijänä voidaankin pitää velallisyhtiön liiketoiminnan jatkamisen turvaamista ja näin velkojien saatavien suojaamista.

²³⁷ Ojanen 2016, s. 139.

²³⁸ Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 52.

²³⁹ Länsineva 2002, s. 61–62 ja 171.

²⁴⁰ Länsineva 2002, s. 234–236.

Velallisyhtiön osakkeenomistajien näkökulmasta konversiosaneerauksen pakkovahvistaminen voidaan nähdä liian ankarana keinona, kun otetaan huomioon, että saneeraukseen voidaan hakeutua jo maksukyvyttömyyden uhatessa, jolloin velallisyhtiön oma pääoma ei välttämättä ole vielä kokonaan menetetty ja osakkeenomistajilla on tosiasiallinen taloudellinen intressi velallisyhtiön toiminnan jatkamiseen. Toisaalta velkojien intressissä olisi, että maksukyvyttömyysmenettelyssä noudatettaisiin MJL:n mukaista maksunsaantijärjestystä. Pakkovahvistamiseen liittyvää osakkeenomistajien ja velkojien intressiristiriitaa voidaan lähteä tarkastelemaan velallisyhtiön taloudellisen aseman valossa; mikäli velallisyhtiön oma pääoma on negatiivinen, ei jäljellä ole enää muuta kuin velkojien velallisyhtiöön sijoittamat varat. Tällöin tilanne vastaa suojattavien intressien kannalta pitkälti konkurssimenettelyä, sillä velallisyhtiön osakkeenomistajilla ei ole enää omaisuutta, jota tulisi suojata ja tarve omaisuuden suojalle on nimenomaisesti velkojilla. Tilanne on kuitenkin erilainen silloin, kun velallisyhtiön oma pääoma on positiivinen ja saneeraus käynnistetään varhaisessa vaiheessa. Tällöin velallisyhtiön osakkeenomistajilla on vielä suojattavaa omaisuutta jäljellä, jolloin saneerausohjelman pakkovahvistaminen vastoin osakkeenomistajien suostumusta ei ole yhtä helposti perusteltavissa.²⁴¹

Keskeistä on siten pohtia oikeudenmukaisen kohtelun toteutumista eri ryhmien – tässä tapauksessa velallisyhtiön osakkeenomistajien ja velkojien – näkökulmasta. YSL:n valossa luonnollinen rajanveto on kulloinenkin menettelyväylä. Varhaisessa saneerauksessa velallisyhtiön taloudellinen tilanne on lähtökohtaisesti parempi kuin perusmuotoisessa saneerauksessa. Saneerausohjelman pakkovahvistaminen onkin varhaisessa saneerausmenettelyssä mahdollista vastoin velallisyhtiön osakkeenomistajien suostumusta ainoastaan suuryritysten konversiosaneerauksessa, kun taas perusmuotoisessa saneerauksessa ohjelma voidaan vahvistaa vastoin osakkeenomistajien suostumusta myös keskisuurissa yhtiöissä.²⁴² Ratkaisu on perusteltu, sillä varhaiseen saneeraukseen voidaan hakeutua silloin, kun velallisyhtiötä vasta uhkaa maksukyvyttömyys, jolloin velallisyhtiön osakkeenomistajien kannalta heidän omistusasemaansa puuttumisen vastentahtoisesti ei ainakaan kannustaisi hakeutumaan vapaaehtoisesti kyseiseen menettelyyn.²⁴³

²⁴¹ Engelberg – Hupli – Villa 2022, s. 52–53.

²⁴² Ks. HE 153/2025 vp, s. 79.

²⁴³ Suomen Yrittäjät. s. 3–4. Suuryritysten kohdalla riski velallisyhtiön omistusrakenteen muuttumisesta ja osakkeenomistajien omistuksen arvon menettämisestä on olemassa myös varhaisessa saneerausmenettelyssä.

Kokonaisuudessaan saneerausohjelman pakkovahvistamisella konversiosaneerauksessa puuttaneen hyväksyttävissä määrin PL 15 §:ssä taattuun velallisyhtiön osakkeenomistajien ja velkojien omaisuudensuojaan.²⁴⁴ Eniten pohdittavaa aiheuttavat ne tilanteet, joissa velallisyhtiön taloudellinen tilanne on saneerauksen alkaessa vielä verrattain vahva ja oman pääoman arvo positiivinen. Tällöin osakkeenomistajien omistuksen menetys saneerausohjelman pakkovahvistamisen seurauksena on suhteessa ankarampi, kun verrataan niihin pakkovahvistamistilanteisiin, joissa ainoa vaihtoehto pakkovahvistamiselle on velallisyhtiön konkurssi.

4.4 Konversiosaneeraussäätely saneerausdirektiivin valossa

Lopuksi on syytä vielä paneutua saneerausdirektiivin sisältöön sen muodostaessa konversiosaneerausta koskevan kansallisen sääntelyn EU-oikeudellisen viitekehyksen. Direktiivillä on näin suora tulkintavaikutus konversiosaneerausta koskevan sääntelyn soveltamiseen: kansallista sääntelyä on tulkittava direktiivin tavoitteiden mukaisesti ja direktiivin säännökset asettavat reunaehdot kansalliselle liikkumavaralle erityisesti ehdottoman etuoikeuden periaatteen ja pakkovahvistamisen edellytysten osalta.

Saneerausdirektiivin säätämisen taustalla vaikutti tarve harmonisoitujen standardien luomiselle, jotka antaisivat jäsenvaltioille mahdollisuuden implementoida säännökset joustavasti jättäen säännösten soveltamiselle riittävästi harkintavaltaa kansallisella tasolla.²⁴⁵ Direktiiviä voidaan pitää eräänlaisena mallikehyksenä kaikenlaisien taloudellisissa vaikeuksissa olevien yhtiöiden pelastamiseksi.²⁴⁶ Direktiivin ydinedellytys on, että yhtiöllä, jota uhkaa maksukyvyttömyys, on oltava käytössään ennaltaehkäisevän uudelleenjärjestelyn puitteet maksukyvyttömyyden välttämiseksi ja yhtiön elinkelpoisuuden varmistamiseksi. Suomessa direktiivin vaatimusten täyttämiseksi otettiin käyttöön uusi, jo edellä esitelty varhainen saneerausmenettely, joka on siis tarkoitettu sellaisille yhtiöille, jotka ovat vasta maksukyvyttömyyden uhkaamia.²⁴⁷ Suomi on kuitenkin uuden konversiosaneerausta koskevan sääntelyn myötä implementoinut direktiivin osin sen asettamia vähimmäisvaatimuksia tiukemmin ja tehnyt direktiivin jättämän liikkumavaran puitteissa valintoja, joita tarkastellaan tässä alaluvussa tarkemmin.

²⁴⁴ Pakkovahvistaminen on toteutettu perusoikeuksien rajoitusedellytyksiä noudattaen; rajoituksista on säädetty YSL:ssä, rajoituksille on hyväksyttävä tavoite, eli velallisyhtiön taloudellisen toiminnan turvaaminen, minkä lisäksi soveltamisala on rajattu tavalla, joka ottaa huomioon osakkeenomistajien intressit erityisesti varhaisessa saneerausmenettelyssä. Perusoikeuksien rajoitusedellytyksistä lisää mm. Viljanen 2001, s. 37.

²⁴⁵ McCarthy 2020, s. 897.

²⁴⁶ McCarthy 2020, s. 895.

²⁴⁷ Ks. HE 153/2025 vp, s. 13 ja HE 238/2021 vp, s. 96–97.

Direktiivi edellyttää, että jäsenvaltiot turvaavat eri mieltä olevan äänestysryhmän suojan saneerausohjelman pakkovahvistamistilanteissa joko suhteellisen tai ehdottoman etuoikeuden periaatteella. Alun perin direktiivin lähtökohtana pidettiin ehdottoman etuoikeuden periaatetta Yhdysvaltojen *Chapter 11* menettelyn tapaan, mutta lopulta direktiiviin lisättiin vaihtoehtoisesti sovellettavaksi suhteellisen etuoikeuden periaate, jättäen jäsenvaltioille liikkumavaraa periaatteiden soveltamisen suhteen.²⁴⁸ Suomessa on jo entuudestaan sovellettu ehdottoman etuoikeuden periaatetta velkojien väliseen suhteeseen pakkovahvistamistilanteissa ja konversiosaneerauksessa tämä on ulotettu myös velkojien ja osakkeenomistajien väliseen suhteeseen. Toisaalta poikkeuksettoman ehdottoman etuoikeuden periaatteen soveltaminen konversiosaneerauksessa johtaisi siihen, ettei konversiosaneerauksessa voitaisi vahvistaa sellaista saneerausohjelmaa minkään velkojaryhmän tahdon vastaisesti, jossa velallisyhtiön osakkeenomistajat säilyttäisivät edes osan omistuksestaan, minkä takia ehdottoman etuoikeuden periaatteesta voidaan poiketa eräiden edellytysten täytyessä.²⁴⁹ Kansainvälisessä oikeuskirjallisuudessa suhteellisen etuoikeuden on katsottu olevan velallisyhtiön osakkeenomistajien näkökulmasta suotuisampi vaihtoehto, kun taas etuoikeudettomille velkojaryhmille ehdottoman etuoikeuden periaate takaa paremman suojan.²⁵⁰

Saneerausdirektiivissä saneerausohjelman pakkovahvistaminen on säädetty vapaaehtoiseksi mikro- ja pienyrityksille sekä keskisuurille yrityksille. Suomessa pakkovahvistamiseen liittyvää velallisen suostumusvaatimusta ei ole katsottu olevan mahdollista rajata enempää kuin saneerausdirektiivissä, joten varhaisessa saneerausmenettelyssä velallisen suostumusvaatimus on rajattu direktiivissä säädetyllä tavalla koskemaan vain mikro- ja pienyrityksiä sekä keskisuuria yrityksiä siten, että KPL:ssä tarkoitetut suuryritykset on jätetty tämän suojan ulkopuolelle. Perusmuotoisessa saneerausmenettelyssä on kuitenkin pidetty perusteltuna rajata velallisyhtiön osakkeenomistajien kannasta riippumaton velkakonversio KPL:n mukaisiin keskisuuriin ja suuriin yrityksiin.²⁵¹ Direktiivin soveltamisala on sinänsä ongelmallinen, sillä mikro- ja pienyritykset sekä

²⁴⁸ McCarthy 2020, s. 902.

²⁴⁹ HE 153/2025 vp, s. 49–50. Kääntäen ilmaistuna velallisyhtiön osakkeenomistajat voisivat säilyttää omistuksensa yhtiössä tiukkaa ja poikkeuksetonta ehdottoman etuoikeuden periaatetta sovellettaessa ainoastaan silloin, kun kaikki velkojaryhmät ovat saneerausohjelman hyväksyneet.

²⁵⁰ Ks. McCarthy 2020, s. 903.

²⁵¹ HE 153/2025 vp, s. 57.

keskisuuret yritykset eroavat toisistaan merkittävästi muun muassa omistusrakenteen, resursien sekä yritysprofiilinsa osalta.²⁵² Tähän soveltamisalaan liittyvät ongelmat ilmenivät myös eduskunnan lakivaliokunnan asiantuntijakuulemisissa, näkemykset sopivasta soveltamisalasta jakoivat asiantuntijoiden mielipiteitä.²⁵³

EU:n tasolla on tunnistettu velkojen konvertointiin liittyvä ongelma, jossa saneerausmenettelystä aiheutuvat riskit siirtyvät velallisyhtiön osakkeenomistajilta velkojille. Velkakonversioon tyypillisesti liittyy osakkeenomistajien haluttomuus ryhtyä konversioon, sillä velkojien saatavien korvaaminen velallisyhtiön osakkeilla johtaa alkuperäisten osakkeenomistajien omistuksen dilutoitumiseen. Direktiivillä onkin tarkoitus tarjota jäsenvaltioille mahdollisuus syrjäyttää alkuperäiset osakkeenomistajat ja samalla velvoittaa jäsenvaltiot pitämään huolen siitä, etteivät velallisyhtiön osakkeenomistajat kohtuuttomasti voi estää tai vaikeuttaa saneerausohjelman vahvistamista. Direktiivi tarjoaa kolme vaihtoehtoista implementointitapaa velkojien aseman turvaamiseksi: ensinnäkin osakkeenomistajat voidaan ottaa menettelyyn mukaan äänioikeutettuina asianosaisina, jolloin ohjelma voidaan vahvistaa heidän suostumuksestaan riippumatta pakkovahvistamalla saneerausohjelma. Toiseksi osakkeenomistajat voidaan ottaa menettelyyn mukaan äänioikeudettomina asianosaisina, jolloin he joutuvat kantamaan velkakonversion seuraukset velkojien hyväksyessä ohjelman. Kolmantena osakkeenomistajat voidaan sulkea asianosaisten määritelmän ulkopuolelle, jolloin heillä ei ole lainkaan äänioikeutta eikä ohjelma myöskään tällöin sido heitä.²⁵⁴ Suomessa on valittu ensiksi mainittu vaihtoehto, kuten jo edellä on käynyt ilmi.

Direktiivin mukaan jäsenvaltiot voivat säätää, ettei saneerausohjelmassa voida määrätä julkisten institutionaalisten velkojien saatavien peruuttamisesta kokonaan tai osittain, jos näillä on kansallisen lain perusteella etuoikeutettu asema. Direktiivissä on tunnistettu myös mahdollisuus käsitellä muun ohessa vero- ja sosiaaliturvaviranomaiset omana velkojaryhmänään, mikäli niiden edut eivät ole linjassa muiden velkojien kanssa. Suomi ei varsinaisesti ole hyödyntänyt tätä direktiivin tarjoamaa mahdollisuutta selkeyttääkseen julkisoikeudellisten velkojien asemaa konversiosaneerauksessa, vaikka nämä oman äänestysryhmänsä muodostavatkin. Uusi konversiosaneeraussäätely ei itsessään estä velkakonversion tarjoamista julkisoikeudellisille velkojille,

²⁵² McCarthy 2020, s. 900. Suomessakin ongelma tunnistettiin konversiosaneerausta koskevan sääntelyn esitöissä ja vaihtoehtoisina tapoina rajoittaa osakkeenomistajien kannasta riippumattoman velkakonversion soveltamisalaa pohdittiin muun ohessa arvopaperien listaukseen liittyviä rajoituksia sekä rajausta, jossa vain sellaisten osakkeenomistajien suostumus vaadittaisiin, jotka osallistuvat *de facto* yhtiön päivittäiseen liiketoimintaan. Ks. HE 153/2025 vp, s. 56.

²⁵³ Ks. LaVM 17/2025 vp, s. 6.

²⁵⁴ Ks. De Moor – Dasponte 2021, s. 34–36.

mutta heidän tosiasialliset mahdollisuutensa konversion vastaanottamiseksi on sääntelystä erillinen kysymys, jota ei sääntelyuudistuksella ole ratkaistu.²⁵⁵ Myös eduskunnan lakivaliokunta on mietinnössään nostanut esiin julkisoikeudellisten velkojien rajoitetut käytännön mahdollisuudet velallisyhtiön osakkeiden vastaanottamiseksi, jolloin velkakonversion hyödyt jäävät heidän osaltaan saavuttamatta.²⁵⁶ Kuten jo luvussa 4.2 on käynyt ilmi, julkisoikeudellisten velkojien asema on varsin ongelmallinen. Direktiivi olisi kuitenkin mahdollistanut selkeämmän linjanvedon jo tässä vaiheessa.

Saneerausdirektiivi pitää sisällään yhdistelmän säännöksiä, jotka sisältävät muun ohessa yhtiön elinkelpoisuuden arviointiin liittyviä mekanismeja, osapuolten välisiä kompromisseja ja pakkovahvistamissääntöjä, joiden soveltaminen jäsenvaltioissa voi osoittautua ankaraksi ja epäselväksi erilaisten implementointiratkaisujen myötä.²⁵⁷ Kokonaisuudessaan Suomi on implementoinut saneerausdirektiivin varsin tiukasti muun muassa valitsemalla ehdottoman etuoikeuden periaatteen suhteellisen etuoikeuden periaatteen sijaan, kuitenkin lieventämällä sitä mainituilla poikkeuksilla. Lisäksi osakkeenomistajien suostumuksesta riippumattoman saneerausohjelman pakkovahvistamisen ulottaminen perusmuotoisessa saneerauksessa keskisuuriin yhtiöihin on kansallinen valinta, johon direktiivi ei jäsenvaltioita pakota. Jää nähtäväksi, miten nämä sääntelyratkaisut käytännössä ohjaavat velkakonversion käyttöä saneerausmenettelyissä. Mikäli implementointiratkaisut osoittautuvat sellaisiksi, että ne tosiasiallisesti rajoittavat velkakonversion käyttöä tarkoitettua enemmän, tulee ratkaisuja arvioida uudelleen.

5 Lopuksi

Tämän tutkielman tarkoituksena on ollut tarkastella YSL:ään 1.1.2026 voimaan tulleen konversiosaneerausta koskevan uuden sääntelyn oikeudellista sisältöä ja arvioida sitä yhtiö- ja insolvenssioikeudellisesta näkökulmasta sekä perusoikeuksien valossa. Tutkielman metodina on käytetty lainoppia, jonka keinoin on pyritty selvittämään voimassa olevan oikeuden sisältöä sekä esittämään perusteltuja kannanottoja sääntelyn kehittämiseksi. Tutkielman päätavoitteena on ollut selvittää, miten ja millä edellytyksillä velkakonversio voidaan toteuttaa yrityksen saneerauksessa lainsäädäntöuudistuksen jälkeen.

²⁵⁵ HE 153/2025 vp, s. 89.

²⁵⁶ Ks. LaVM 17/2025 vp, s. 4. Lakivaliokunta on ehdottanut, että julkisoikeudellisten velkojien asemaa velkakonversiossa selvitetään myöhemmin erikseen.

²⁵⁷ Ks. McCarthy 2020, s. 908–909.

Tutkielmassa on päädytty seuraaviin keskeisiin havaintoihin: ensinnäkin konversiosaneerauksen pakkovahvistamissäännösten soveltamisala on varsin kapea, sillä Suomen yritysraakenteen pien-yritysvaltaisuuden takia pakkovahvistaminen vastoin velallisyhtiön osakkeenomistajien suostumusta on mahdollista vain alle prosentissa kaikista suomalaisista yrityksistä. Sääntelyratkaisu heijastaa tasapainottelua velallisyhtiön osakkeenomistajien omaisuudensuojan ja velkakonversion käytön edistämisen välillä, mutta samalla se tarkoittaa sitä, että konversiosaneerauksesta johtuvat hyödyt saattavat jäädä saavuttamatta valtaosassa suomalaisista yrityksistä.

Toiseksi ehdottoman etuoikeuden periaatteen ulottaminen velkojien ja osakkeenomistajien väliseen suhteeseen on johdonmukainen sääntelyratkaisu, joka vastaa MJL:n mukaista maksunsaantijärjestystä ja joka on toisaalta ohjannut pakkovahvistamista koskevaa oikeuskäytäntöä jo entuudestaan. APR:n soveltuminen velkojien ja osakkeenomistajien väliseen suhteeseen saattaa kuitenkin nostaa kynnyttä saneeraukseen hakeutumiselle. Kolmanneksi velkakonversion pysyvyys jälkikonkurssissa on perusteltu ratkaisu velkakonversion yhtiöoikeudellisen luonteensa takia. Konversion pysyvyys on välttämätön edellytys velkakonversion uskottavuudelle saneerausinstrumenttina. Neljänneksi julkisoikeudellisten velkojien asema on sääntelyuudistuksen yksi merkittävimmistä ratkaisemattomista ongelmista, joka on omiaan heikentämään velkakonversion käyttökelpoisuutta erityisesti sellaisissa saneerauksissa, joissa julkisoikeudelliset velkojat ovat merkittävässä roolissa.

Kokonaisuudessaan konversiosaneerausta koskeva sääntelyuudistus on odotettu lisä suomalaisen yrityssaneerauksen keinovalikoimaan. Ennen uudistusta velkakonversion käyttöä hankaloitti ennen kaikkea velallisyhtiön osakkeenomistajien mahdollisuus estää konversion toteuttaminen. Tähän onkin puututtu mahdollistamalla konversiosaneerauksessa saneerausohjelma myös vastoin osakkeenomistajien tahtoa, mitä voidaan pitää uudistuksen merkittävimpänä yksittäisenä ratkaisuna. Velkakonversiota on entuudestaan käytetty lähinnä julkisten osakeyhtiöiden saneerauksissa, eikä uudistuksen myötä ole odotettavissa kovinkaan suurta läpimurtoa konversion käyttöalassa; saneerauskeinona konversio nimittäin soveltuu parhaiten juuri suuriin ja pörssilistattuihin yhtiöihin, joiden saneerauksissa konversion käyttämisen kynnyksen sääntelyn myötä madaltuu. Vaikka pakkovahvistaminen perusmuotoisessa konversiosaneerauksessa on mahdollista myös keskisuurissa yhtiöissä, on epävarmaa, tullaanko velkakonversiomahdollisuutta tosiasiassa hyödyntämään käytännön rajoitteista huolimatta.

Tutkielmassa on myös tunnistettu sääntelyyn liittyviä avoimia kysymyksiä, joihin tulee *de lege ferenda* kiinnittää huomiota. Ensinnäkin ratkaisusta KKO 2003:73 johtuva tulkintaongelma ehdot-

toman etuoikeuden periaatteen soveltamisesta ryhmäenemmistöjen suostumuksella vahvistettavassa saneerausohjelmassa jäi ratkaisematta konversiosaneerausta koskevan uudistuksen yhteydessä. APR:n soveltaminen olisi perusteltua rajata YSL:ssä nimenomaisesti pakkovahvistamistilanteisiin, jolloin sääntely ei jättäisi tulkinnanvaraisuuksille sijaa vahvistettaessa saneerausohjelma ryhmäenemmistöjen suostumuksella. Lisäksi julkisoikeudellisten velkojien asema konversiosaneerauksessa edellyttää lainsäädäntötoimenpiteitä. Vaihtoehtoisina ratkaisuuina voidaan harkita joko YSL:n täsmentämistä julkisoikeudellisia velkojia koskevien rajoitteiden huomioon ottamiseksi tai erillisen hallintomallin luomista, jonka kautta julkisoikeudellisten velkojien konversiolla saatuja osakkeita voitaisiin hallinnoida jonkin erillisen valtion tahon toimesta. Näistä vaihtoehdoista jälkimmäinen taatusti takaisi julkisoikeudellisten velkojien yhdenvertaisen aseman muihin velkojiin nähden.

On toki mahdollista, että osaan näistä avoimista kysymyksistä saadaan vastaukset sitä mukaa, kun konversiosaneeraukseen liittyvää oikeuskäytäntöä kehittyy. Esimerkiksi pakkovahvistamissäännösten soveltamisalan tarkoituksenmukaisuutta voidaan mitata vasta myöhemmin. Lopulta konversiosaneerauksen käyttöönotto on merkittävä askel suomalaisessa yrityssaneerauksessa osana laajempaa eurooppalaista kehitystä, jossa EU:n jäsenmaiden insolvenssilainsäädäntöä yhdenmukaistetaan. Uudistuksen onnistuneisuutta mitataan viime kädessä sillä, edistääkö se YSL:n mukaisen saneeraustavoitteen toteutumista ja toisaalta sillä, edistääkö se kansainvälisen velkarahoituksen saatavuutta Suomessa.